

POLITECNICO DI TORINO

Dipartimento di Ingegneria Gestionale e della Produzione



Tesi di Laurea Magistrale

Il factoring per il finanziamento del capitale circolante: un'analisi dello strumento e dell'impatto in Italia

Relatore:

Prof. Enrico Luciano

Candidato:

Gianmaria Apruzzese

Anno accademico 2022-2023

ABSTRACT

La Supply Chain Finance (SCF) rappresenta un insieme di strumenti finanziari che consente alle imprese di ottimizzare il proprio flusso di cassa all'interno della catena di approvvigionamento e di poter finanziare il capitale circolante della stessa. Tra i vari strumenti finanziari della Supply Chain Finance, il factoring riveste un ruolo fondamentale, consentendo alle imprese di finanziare il capitale circolante attraverso la cessione dei propri crediti commerciali a un soggetto specializzato, chiamato factor.

L'obiettivo del presente lavoro di tesi è quello di analizzare il factoring come strumento finanziario per il finanziamento del capitale circolante, fornendo una panoramica sul suo funzionamento, sui suoi vantaggi e svantaggi per le imprese, nonché sulle tendenze del suo mercato in Europa, ed in Italia in particolare. Più specificamente, il progetto di tesi si focalizza sull'analisi dell'uso ricorsivo del factoring come strumento di finanziamento del capitale circolante, cercando evidenze di una correlazione tra l'adozione dello strumento e la salute e la stabilità finanziaria dell'impresa adottante. Questa ricerca mira a stabilire se esiste una relazione positiva tra la "qualità" delle imprese che utilizzano il factoring in modo continuativo (valutata mediante l'EBITDA sulle vendite e la leva finanziaria "non distressed") e quelle che non lo utilizzano, e se l'essere in salute in termini di EBITDA e bassi livelli di distress possa essere anche legato all'utilizzo del factoring. Per raggiungere questi obiettivi, si è condotta un'analisi empirica utilizzando un campione – fornito da un primario intermediario di servizi di factoring, la Hoshin Corporate Finance S.r.l. – rappresentativo di imprese di varie dimensioni e settori, controllando l'effetto di altre variabili e analizzando se l'utilizzo del factoring abbia un effetto correlato positivamente sulla performance finanziaria delle imprese.

Nella trattazione iniziale (capitoli 1 e 2), saranno presentate alcune nozioni fondamentali riguardanti il mondo della Supply Chain Finance e del factoring, con l'obiettivo di fornire una visione completa del quadro normativo e di individuare i principali meccanismi di funzionamento del capitale circolante e dei suoi strumenti di finanziamento più importanti, con particolare attenzione al factoring. Nel capitolo iniziale è stata effettuata una revisione della letteratura, con l'obiettivo di identificare i vantaggi dell'adozione di un particolare strumento di finanziamento del capitale circolante. Con questa revisione è stato possibile delineare il contesto in cui inserire l'utilizzo della SCF e le sue implicazioni per l'impresa.

È stato analizzato il mercato del credito, con particolare attenzione al contesto italiano. Il Capitolo 3, in particolare, è dedicato all'analisi del mercato del factoring. Vengono presentati i principali factor presenti nel mercato italiano e sono introdotte due delle associazioni di categoria più rappresentative del settore a livello sovranazionale e nazionale, la EU Federation e Assifact. Infine, dopo aver introdotto la Hoshin Corporate Finance S.r.l., viene analizzato uno strumento di Supply Chain Finance strutturato da loro creato. L'analisi del prodotto finanziario ideato dalla Hoshin Corporate Finance S.r.l., che si avvale del factoring come principale meccanismo, assume rilevanza in quanto mette in evidenza la versatilità del factoring quale strumento di Supply Chain Finance (SCF).

Il Capitolo 4 è dedicato all'analisi dei principali indici di bilancio tra due campioni di società italiane, al fine di verificare lo scarto in termini di "qualità" della "salute finanziaria" tra società che si avvalgono del factoring, come il campione in esame, ed un campione di altre società che non adottano lo stesso strumento finanziario. In particolare, la ricerca si è concentrata sull'analisi di una serie di indici di bilancio che consentono di valutare la solidità finanziaria delle aziende e la loro capacità di generare profitto. Gli indicatori di "qualità" sono la marginalità operativa lorda (EBITDA), il livello di distress (PFN/EBITDA) e il ciclo cash-to-cash. Per l'estrazione dei dati necessari al lavoro di

ricerca si è sfruttato AIDA come database dei bilanci delle società italiane, complementato dall'esperienza della Hoshin Corporate Finance S.r.l. L'elaborazione dei dati è avvenuta per mezzo di riclassificazioni di bilancio e calcolo di indici di bilancio specifici. Il capitolo mette particolarmente in luce i risultati emersi dall'analisi condotta nei capitoli precedenti e si sofferma sugli step futuri del mondo della SCF, evidenziando come nuove tecnologie del calibro della blockchain possano favorirne l'adozione.

L'analisi empirica svolta in questa ricerca ha confermato l'importanza del factoring per le imprese in diversi settori e di varie dimensioni, come strumento di finanziamento e gestione del rischio di credito, evidenziando una correlazione positiva tra lo strumento e la performance finanziaria delle aziende del campione analizzato rispetto ad un campione di dimensioni comparabili, formato da aziende analoghe per dimensione e ventaglio di settori di appartenenza, nonché e soprattutto dalle comparabili performance iniziali (pre utilizzo del factoring per il campione analizzato).

Sommario

ABSTRACT	2
INTRODUZIONE	Errore. Il segnalibro non è definito.
1 LA SUPPLY CHAIN FINANCE.....	6
1.1 La Supply Chain Finance (SCF) ed Attori istituzionali nella Supply Chain Finance (SCF).....	6
1.1.1 Attori istituzionali nella supply chain finance	9
1.2 Il Working Capital e il ciclo cash-to-cash.....	11
1.2.1 Le leve di management del Working Capital	15
1.3 Literature review	19
1.4 Quesito di ricerca	26
1.4.1 Processo di analisi.....	27
2 METODOLOGIE DI FINANZIAMENTO DEL WORKING CAPITAL.....	29
2.1 Il factoring e il suo funzionamento	31
2.2 Tipologie di factoring.....	34
2.3 Accounting, Reporting e Risk Management del factoring.....	37
3 SCENARIO DEL MERCATO DEL CREDITO ITALIANO	43
3.1 Mercato del credito post 2008.....	43
3.1.1 Basilea III e i nuovi requisiti patrimoniali	44
3.1.2 I tassi di interesse della Banca Centrale Europea	46
3.1.3 Stock di debito cumulato nel tempo	48
3.2 Mercato del Factoring in EU e Italia.....	51
3.2.1 L'analisi del mercato europeo.....	51
3.2.2 L'analisi del mercato italiano	57
3.3 Player di mercato del factoring in Italia, Assifact ed EU Federation.....	62
3.3.1 European Federation of Factoring	62
3.3.2 Associazione Italiana per il Factoring – Assifact	64
3.4 Prodotti e servizi offerti da Hoshin Corporate Finance S.r.l.: una panoramica	66
3.4.1 I prodotti creati dalla Hoshin Corporate Finance S.r.l.	68
4 ANALISI DATI DEL FACTORING.....	71
4.1 Descrizione dei dati.....	71
4.1.1 Descrizione del campione in osservazione.....	71
4.1.2 Identificazione del campione di controllo	75
4.2 Descrizione delle variabili e della metodologia di analisi.....	77
4.2.1 Gli indicatori di profittabilità.....	77
4.2.2 Gli indicatori del working capital.....	78
4.2.3 Gli indicatori di stabilità finanziaria.....	79
4.2.4 Gli indicatori di redditività	80

4.3	Considerazioni sulle performance delle imprese	82
4.3.1	Analisi della performance di profittabilità delle imprese	84
4.3.2	Analisi della performance del working capital delle imprese: metriche e indici di valutazione.....	91
4.3.3	Analisi della performance di stabilità finanziaria delle imprese: metriche e indici di valutazione.	94
4.3.4	Analisi della performance di redditività delle imprese: metriche e indici di valutazione	98
4.4	Valutazioni finali e considerazioni conclusive.....	101
4.5	Limiti del lavoro e scenari futuri.....	105
ANNEX	.....	109
ANNEX 1	.....	109
ANNEX 2	.....	113
ANNEX 3	.....	114
ANNEX 4	.....	116
ANNEX 5	.....	117
ANNEX 6	.....	118
INDICE DELLE TABELLE	.....	119
INDICE DEI GRAFICI	.....	120
INDICE DELLE FORMULE	.....	121
BIBLIOGRAFIA	.....	122
SITOGRAFIA	.....	127

1 LA SUPPLY CHAIN FINANCE

Questa sezione dello scritto pone come obiettivo quello di fornire un'introduzione, principalmente teorica, sulla definizione di *supply chain finance (SCF)* e di *working capital*, introducendo il quesito di ricerca del lavoro con annessa analisi della letteratura scientifica. L'introduzione di questi concetti fornisce le fondamenta per analizzare come una specifica metodologia di finanziamento del capitale circolante, conosciuta come factoring, possa influenzare le prestazioni di un'impresa. Si rimanda al paragrafo 1.2 per una definizione di capitale circolante e al capitolo 2 per approfondire il concetto di factoring.

1.1 La Supply Chain Finance (SCF) ed Attori istituzionali nella Supply Chain Finance (SCF)

L'evoluzione dei mercati, la globalizzazione, la competitività tra le aziende e la crisi finanziaria del 2008 hanno reso necessario iniziare a considerare in maniera consistente i **flussi finanziari** in una supply chain. La nascita del *Financial Supply Chain Management (FSCM)* o *Financial Supply Chain (FSC)* e della *Supply Chain Finance (SCF)* sono una diretta conseguenza della continua evoluzione delle imprese. Sebbene i due termini possano sembrare simili, e spesso vengano usati in modo inopportuno, esiste una differenza sottile tra i due concetti.

Il *Financial Supply Chain (FSC)*, in italiano “*catena di fornitura finanziaria*”, è l'insieme dei processi e delle informazioni che determinano il valore della liquidità, dei conti correnti e del **capitale circolante** dell'azienda. Ne consegue che il *Financial Supply Chain Management (FSCM)*, in italiano “*gestione della catena di fornitura finanziaria*”, non è altro che la gestione dei processi e delle informazioni che determinano il valore della liquidità, dei conti e del capitale circolante dell'azienda (Camerinelli et al., 2008).

A differenza del *Financial Supply Chain (FSC)* la *Supply Chain Finance (SCF)*, in italiano “*finanza della supply chain*”, è l'insieme di prodotti e servizi finanziari che un'istituzione finanziaria offre per facilitare la gestione dei flussi fisici e informativi di una supply chain (Camerinelli et al., 2008).

A livello pratico, la differenza tra i due concetti può essere chiarita attraverso un esempio. L'emissione di una *fattura*¹ tra acquirente e fornitore è un processo finanziario della catena di fornitura (FSC), generata dalla gestione fisica, dunque dall'operatività, il cui obiettivo è quello di

¹ La fattura, in diritto commerciale, è un documento fiscale obbligatorio emesso da un soggetto fiscale per comprovare l'avvenuta cessione di beni o prestazione di servizi e il diritto a riscuoterne il prezzo. L'operazione di emissione di una fattura prende il nome di fatturazione.

modificare il valore della *liquidità*, dei *conti correnti* e del *capitale circolante* dell'impresa. Una soluzione di SCF è uno strumento finanziario², come il *factoring*, per citarne uno (si rimanda al capitolo 2), che rende possibile il finanziamento del *capitale circolante*.

La “*Supply chain finance*” mira ad ottimizzare i flussi finanziari a livello inter-organizzativo (Hofmann, 2005) attraverso l'implementazione di soluzioni finanziarie proposte da istituzioni finanziarie (Camerinelli et al., 2008) o da fornitori di tecnologia (Lamoureux e Evans, 2012). Il suo obiettivo è di poter **allineare** il **flusso finanziario** con il **flusso operativo** (flusso di prodotti e informazioni) all'interno della supply chain, migliorando così la gestione dei *flussi di cassa* o in inglese *cash flow*.

Una delle conseguenze principali della crisi del 2008-2009 è stata sicuramente l'aumento dei *requisiti patrimoniali*³ delle banche (si rimanda al capitolo 3). L'aumento dei requisiti patrimoniali ha portato come risultato un impedimento dell'accesso al credito principalmente per le PMI (Caniato et. Al. 2019). Questo ha fatto sì che la *Supply chain finance* ha continuato a svilupparsi nel tempo creando così nuovi strumenti manageriali, tecnologici e finanziari con l'obiettivo di poter ottimizzare il *capitale circolante*. Oltre che favorire l'accesso al credito, la *Supply chain finance* può essere utilizzata per poter risolvere conflitti di interesse di natura finanziaria tra acquirenti e fornitori all'interno di una supply chain, rafforzando così il loro rapporto e rendendo il network più stabile ed efficiente. Un esempio di conflitto di interesse tra fornitore ed acquirente è quello legato alla *dilazione dei termini di pagamento*⁴. In generale i fornitori hanno tendenza ad accelerare i termini di pagamento nei confronti dell'acquirente. A sua volta l'acquirente tende a diluire i termini di pagamento. Questo conflitto generalmente viene dominato dalla parte più forte che impone i propri termini di pagamento sulla controparte.

Risulta evidente, dunque, che le imprese più deboli abbiano maggiore difficoltà a raccogliere risorse finanziarie per poter far fronte a livelli più elevati di *capitale circolante*, sostenendo anche costi maggiori legati al finanziamento stesso. La causa deriva dal fatto che tali imprese hanno requisiti patrimoniali più bassi rispetto ad altre imprese più forti e siano dunque soggetti più rischiosi per un'istituzione finanziaria come una banca la quale, di conseguenza, apporrà un *costo del credito maggiore*. A lungo termine questa situazione crea un'inefficienza nella supply chain poiché genera

² Con strumento finanziario, in economia, si intende una particolare categoria di prodotti finanziari considerati mezzi di investimento di natura finanziaria.

³ Vincoli sulla struttura del bilancio di un'impresa la cui mancata osservanza autorizza le autorità di vigilanza e controllo a intervenire con sanzioni e/o provvedimenti coattivi per il ripristino delle condizioni previste.

⁴ Una dilazione di pagamento è per definizione una distribuzione di un pagamento nel tempo, in cui creditore e debitore concordano di rateizzare un importo da pagare o semplicemente lo posticipano (proroga) rispetto alla scadenza precedentemente concordata o stabilita per legge.

uno squilibrio tra le parti. La *Supply Chain Finance* può risolvere tale conflitto apportando il *factoring* come possibile soluzione.

Nonostante la ricerca e le innovazioni in ambito *Supply chain finance* siano ancora in fase di sviluppo, queste ultime si stanno sempre più evolvendo non solo verso l'ottimizzazione del capitale circolante e la gestione della liquidità, ma anche verso l'introduzione di soluzioni cooperative che mirano alla collaborazione e all'aumento dell'efficienza.

A differenza del Financial Supply Chain Management, quando si parla di Supply Chain Finance, tra le entità presenti all'interno della catena vanno necessariamente tenuti in considerazione gli *Istituti Finanziari*, in particolar modo le grandi *banche*, che sono in grado sia di erogare soluzioni di SCF che di crearle. Con la crescente domanda di soluzioni di SCF (si veda capitolo 3), le metodologie di finanziamento si sono evolute in modelli nuovi ed innovativi, come il factoring, e nel mercato sono entrati nuovi fornitori di piattaforme indipendenti dalle banche (fornitori di servizi finanziari e successivamente "fintech") (Caniato et al., 2016). Un esempio di quanto appena esposto sono le nuove tecnologie innovative che stanno influenzando la SCF come l'Internet of Things⁵ (IoT), Blockchain⁶ e Smart Contract⁷.

La SCF è una metodologia di approccio in una supply chain per due o più organizzazioni, che include fornitori esterni del servizio, che permette di poter creare valore in modo congiunto tra le varie organizzazioni attraverso la pianificazione, gestione e controllo dei flussi di risorse finanziarie a livello inter-organizzativo (Hoffman et. Al. 2005). I partner della collaborazione, pur mantenendo la propria indipendenza economica e giuridica, si impegnano a condividere risorse relazionali, capacità, informazioni e rischi su base contrattuale. Il contributo che la SCF fornisce si basa su tre elementi costitutivi:

⁵ L'Internet delle cose (IdC), in inglese Internet of Things (IoT), è un neologismo utilizzato nel mondo delle telecomunicazioni e dell'informatica che fa riferimento all'estensione di internet al mondo degli oggetti e dei luoghi concreti, che acquisiscono una propria identità digitale in modo da poter comunicare con altri oggetti nella rete e poter fornire servizi agli utenti. Si tratta dell'evoluzione del web stesso, il 3.0, inteso come la generalizzazione del Web of Things (o WoT) e come parte anche del web semantico e degli altri tipi di web.

⁶ La blockchain è una struttura dati che consiste in elenchi crescenti di record, denominati "blocchi", collegati tra loro in modo sicuro utilizzando la crittografia. Ogni blocco contiene un hash crittografico del blocco precedente, un timestamp e dati di transazione. Poiché ogni blocco contiene informazioni sul blocco precedente, questi formano effettivamente una catena con ogni blocco aggiuntivo che si collega a quelli precedenti. Di conseguenza, le transazioni blockchain sono irreversibili in quanto, una volta registrate, i dati in un determinato blocco non possono essere modificati retroattivamente senza alterare tutti i blocchi successivi.

⁷ Gli smart contract (in italiano: contratto intelligente) sono protocolli informatici che facilitano, verificano, o fanno rispettare, la negoziazione o l'esecuzione di un contratto, permettendo talvolta la parziale o la totale esclusione di una clausola contrattuale. Gli smart contract, di solito, hanno anche un'interfaccia utente e spesso simulano la logica delle clausole contrattuali.

- Funzioni finanziarie;
- Attori istituzionali;
- Le caratteristiche di gestione della supply chain.

I tre elementi menzionati costituiscono un quadro di riferimento fondamentale per Supply chain finance, in quanto vengono considerati durante la formulazione di decisioni strategiche relative alla *value chain*⁸ dal punto di vista finanziario. È evidente che gli attori istituzionali svolgono un ruolo di rilievo quando si tratta di Supply chain finance ed è interessante approfondirlo nel paragrafo che segue.

1.1.1 Attori istituzionali nella supply chain finance

Quando si inizia ad avere una prospettiva istituzionale dei partecipanti alla *Supply chain finance*, non includiamo solo le diverse aziende che vi partecipano ma anche le loro suddivisioni e attività organizzative. Prendiamo in considerazione questa separazione a causa dei diversi accessi ai flussi e agli strumenti finanziari nella *Supply chain finance*. (Hoffman et. Al.). Data questa suddivisione parleremo di attori *macro-istituzionali* e attori *micro-istituzionali*.

Le entità *macro-istituzionali* vengono identificate come entità giuridicamente ed economicamente indipendenti. La supply chain più semplice che si può immaginare è composta da un'impresa industriale ed un'impresa commerciale, o in maniera più semplificata da fornitore e acquirente. Quando si introduce la SCF il contesto degli attori deve essere ampliato, poiché compaiono le istituzioni finanziarie, cioè banche e investitori. I fornitori di servizi finanziari sono tutte quelle entità la cui operatività è volta a bilanciare le esigenze di investimento di altre istituzioni. Allargando lo spettro della definizione, i servizi finanziari comprendono tutte le istituzioni che mirano alla conclusione di contratti finanziari tra prestatori e mutuari e/o intermedi o che si limitano a consentirli, senza essere pari contraenti (Hoffman et. Al. 2005) In questa definizione compaiono tutti i servizi di:

- Finanziamento;
- Investimento di capitale presso banche;
- Investimento di capitale presso assicurazioni;

⁸ La value chain, o catena del valore, è un concetto che descrive l'insieme delle attività che un'azienda svolge per creare, produrre e distribuire un prodotto o servizio fino al suo utilizzo da parte dei clienti.

- Investimento in titoli;
- Copertura dei rischi;
- Servizi di formazione;
- Servizi di consulenza fornito dalla società di rating⁹;
- Servizi di consulenza per *fusioni e acquisizioni*, (in inglese *Merger & Acquisition*).

A loro volta le entità macro-istituzionali possono essere pubbliche o private. Un investitore pubblico è un operatore economico (società privata o ente a controllo pubblico) di intermediazione finanziaria che effettua considerevoli investimenti in maniera sistematica e cumulativa, disponendo di ingenti possibilità finanziarie che gli sono prevalentemente affidate. Sono investitori “*retail*” o privati i risparmiatori - anche imprese, società o altri enti - che non sono qualificabili come clienti professionali. Si tratta, in sostanza, dei comuni risparmiatori che si rivolgono agli intermediari per effettuare i propri investimenti.

Le entità *micro-istituzionali* essendo conseguenza diretta delle entità macro-istituzionali comprendono tutti i dipartimenti delle entità macro-istituzionali coinvolte nelle attività operative (per esempio, divisione acquisti, divisione produzione, divisione distribuzione e logistica). In un contesto di supply chain finance sono coinvolti anche i reparti operativi delle istituzioni finanziarie.

⁹ Un'agenzia di rating o agenzia di valutazione è una società che assegna un giudizio o valutazione (rating) riguardante la solidità e la solvibilità di una società emittente titoli sul mercato finanziario. I "rating" sono dei voti su una scala predeterminata, generalmente espressa in termini di lettere e/o altri simboli. Esistono molte agenzie di rating, ma le più conosciute e influenti sono la Standard & Poor's, Moody's Investor Service e Fitch Ratings, tutte e tre società partecipate da grandi multinazionali. Queste imprese sorgono per aiutare ad affrontare i problemi di asimmetria informativa presenti sul mercato al fine di aumentarne l'efficienza a livello globale fornendo informazioni utili d'investimento. Gli investitori presenti sui mercati si affidano infatti ai giudizi emessi dalle agenzie di rating per decidere quali titoli comprare e in che misura, a seconda della predisposizione al rischio dei soggetti investitori.

1.2 Il Working Capital e il ciclo cash-to-cash

Il collegamento tra **Supply Chain Finance (SCF)** e **capitale circolante** è strettamente correlato. La SCF è un approccio finanziario che mira a ottimizzare la gestione dei flussi finanziari all'interno della catena di approvvigionamento ed uno degli obiettivi principali di SCF è migliorare il capitale circolante delle imprese.

Il *capitale circolante* (o *working capital*) rappresenta la parte del patrimonio aziendale che è facilmente convertibile in denaro e utilizzabile per le operazioni correnti dell'azienda. Il capitale circolante è composto da disponibilità liquide, crediti commerciali e rimanenze. Tuttavia, il working capital non indica l'effettiva liquidità disponibile di un'impresa poiché non tiene conto delle passività di breve termine. Per poter determinare l'effettiva liquidità di un'impresa si utilizza quindi il *capitale circolante netto*, o *net working capital*. Il quale può essere espresso nella seguente formula:

Formula 1 Il capitale circolante netto

$$\text{Net Working Capital} = \text{Current Assets} - \text{Current Liabilities}$$

Come si evince dall'equazione, il capitale circolante netto è descritto come la differenza tra le attività correnti al netto delle passività correnti. Le attività correnti sono costituite principalmente da tre voci: inventario, crediti commerciali e cassa mentre le passività correnti sono costituite principalmente dai debiti commerciali. Ogni impresa cerca di ottimizzare la quantità di net working capital stimandone il livello più opportuno. Cercare di minimizzare questo indicatore è fondamentale in quanto una riduzione del capitale circolante netto implica meno capitale immobilizzato nel processo di rotazione.

A livello manageriale, il *net working capital (NWC)* è spesso calcolato e utilizzato con un'ulteriore formula:

Formula 2 Scomposizione del Net Working Capital

$$\text{Net Working Capital} = \text{Inventory} + \text{Account Receivables} - \text{Account Payables}$$

(Camerinelli et. Al. 2008)

Questa formula sintetica del net working capital tiene in considerazione solo le principali voci delle attività correnti e delle passività correnti escludendo la cassa, la quale, diversamente dal magazzino e dai crediti commerciali, è una voce dell'attivo totalmente liquida. Questa formula più sintetica del capitale circolante netto sarà presa in considerazione per le analisi dell'elaborato in quanto permette facilmente di analizzare le leve manageriali per l'ottimizzazione del NWC stesso.

Il *net working capital* come indicatore può essere sia positivo che negativo, giacché i debiti commerciali possono essere maggiori dell'inventario e dei crediti commerciali.

Avere un *capitale circolante netto positivo* tende a rafforzare la liquidità di un'impresa, rendendo possibile uno scenario in cui le attività correnti sono facilmente convertibili in cassa. In questo primo caso si riduce il rischio di non avere liquidità a sufficienza, a discapito della profittabilità complessiva dell'impresa. L'impresa avrà un elevato impiego del capitale stesso aumentando sia i costi di inventario che i costi legati al finanziamento.

Avere un NWC negativo invece riduce notevolmente i costi di finanziamento aumentando la redditività dell'impresa ma comporta dei costi e rischi di insufficienza. La mancanza di scorte adeguate potrebbe causare interruzioni nella produzione e difficoltà nell'approvvigionamento di materie prime, il che potrebbe avere un impatto negativo sulla crescita aziendale e sulla fiducia dei clienti. Inoltre, una minore liquidità potrebbe compromettere la solidità finanziaria dell'azienda e rendere più difficile l'ottenimento di finanziamenti. Si evince pertanto come non vi sia un unico livello ottimale di NWC. Quest'ultimo è ricercato da ogni impresa sulla base di esigenze proprie, settore di competenza e operatività. In generale, in accordo con ricerche svolte a riguardo, si può ritenere ottimale un livello positivo ma basso o leggermente negativo di NWC (Shulman e Cox, 1985).

Nel 1980, per poter ottimizzare il capitale circolante netto, il professor Richard Laughlin¹⁰ introduce il *ciclo cash-to-cash (c2c)*. Si tratta di una misura temporale che indica la durata tra l'uscita e il recupero del denaro di un'azienda. Il ciclo C2C si calcola applicando la seguente formula (Farris e Hutchison 2003):

Formula 3 C2C cycle

$$C2C\ cycle = DSO + DIH - DPO$$

- **DSO** (*Days Sales Outstandig*) indica il periodo di tempo, generalmente espresso in giorni, che un'azienda impiega per ricevere i pagamenti dai propri clienti. Si calcola come:

¹⁰ Richard Laughlin è stato un professore di contabilità che si è occupato di ricerche e insegnamenti sull'applicazione e adattamento degli approcci interdisciplinari e critici delle scienze sociali per comprendere e cambiare le pratiche di gestione, contabilità e rendicontazione, soprattutto nei servizi pubblici. Ha lavorato in diverse università e ha diverse pubblicazioni su questi argomenti.

Formula 4 Calcolo dei DSO

$$DSO = \frac{\text{Account Receivables}}{\text{Net Sales}} \times 365$$

- **DIH** (*Days Inventory Held*) è il periodo, generalmente espresso in giorni, durante il quale risorse come materie prime, prodotti in fase di lavorazione e prodotti finiti vengono trasformate in vendite di beni. Si calcola come:

Formula 5 Calcolo dei DIH

$$DIH = \frac{\text{Inventory}}{\text{Raw Materials}} \times 365$$

- **DPO** (*Days Payables Outstandig*). Indica il numero di giorni che un'azienda impiega per pagare i propri fornitori. Si calcola come:

Formula 6 Calcolo dei DPO

$$DPO = \frac{\text{Payables}}{\text{COGS}} \times 365$$

Il ciclo C2C è un indicatore chiave dell'efficienza finanziaria di un'azienda. Alcuni studi svolti a riguardo suggeriscono che esiste una relazione negativa tra il ciclo C2C di un'azienda e il suo *valore d'impresa* (*Enterprise Value – EV*).

Secondo le osservazioni, una riduzione del ciclo C2C di un'azienda manifatturiera media porta ad un aumento più che proporzionale dell'*entreprise value* (Howorth e Westhead 2003). Gli studi empirici hanno confermato questa osservazione e hanno stabilito un legame tra un ciclo C2C più breve e un valore attuale più elevato dei flussi di cassa netti generati dalle attività.

Ridurre il ciclo di gestione delle attività e delle passività (C2C) di un'azienda significa aumentare l'efficienza nella gestione del capitale circolante, liberando fondi originariamente bloccati e inattivi. Ciò consente di migliorare il flusso di cassa, aumentando la capacità di finanziamento interno dell'azienda e facilitando la crescita dei ricavi di vendita. In pratica, l'azienda può utilizzare i fondi liberati per investimenti in nuove opportunità di business, ridurre i debiti e migliorare la liquidità, tutti fattori che contribuiscono ad aumentare i ricavi e aumentare il valore dell'azienda.

Questa maggiore efficienza del capitale comporta un aumento dei ricavi generati per euro (o dollaro in base alla valuta con cui si contabilizza) investito in esso.

L'aumento dell'efficienza nella gestione del capitale circolante attraverso la riduzione del ciclo C2C consente di ridurre i costi del capitale, aumentando i rendimenti sul capitale investito data la minore necessità di fondi per mantenere le attività aziendali. Un ulteriore beneficio è rappresentato dalla migliore affidabilità creditizia dell'impresa, dovuta alla maggiore indipendenza finanziaria percepita, che porta a sua volta ad un migliore rating del credito e ad un costo medio ponderato del capitale (WACC¹¹) più basso (Hofmann et al. 2011).

La competitività tra le imprese e l'aumento della variabilità dei settori hanno fatto evolvere nel tempo il concetto di supply chain, così come è evoluta la gestione del ciclo C2C. Un esempio di tale evoluzione è rappresentato dalla nascita del *Collaborative cycle cash-to-cash (CC2C)*, un modello di gestione della supply chain che punta a migliorare la collaborazione tra i partner lungo tutto il ciclo di vita del prodotto, dall'acquisto alla vendita. Questo modello ha come obiettivo la riduzione dei tempi di ciclo e dei costi delle attività di acquisto, produzione, distribuzione e vendita, nonché l'aumento della soddisfazione del cliente. Come riportato da Wang e Liu nel loro articolo del 2012, "The impact of supply chain collaboration on cash-to-cash cycle time: Evidence from Chinese manufacturing firms", la collaborazione nella supply chain può avere un impatto significativo sulla riduzione del tempo di ciclo cash-to-cash sottolineando che il CC2C è un modello che si basa sulla trasparenza, la fiducia e la cooperazione tra i partner. In definitiva CC2C è un modello di gestione della supply chain che si concentra sulla collaborazione tra i partner per ottimizzare i flussi di cassa lungo tutto il ciclo di vita del prodotto e migliorare la performance complessiva della supply chain. Gli articoli sopra menzionati forniscono una comprensione approfondita delle dinamiche del CC2C e delle metodologie per la sua valutazione e implementazione.

Riassumendo, il "*Cash-to-Cash cycle*" è un importante indicatore della salute finanziaria di un'azienda e rappresenta tempo che intercorre dal momento del pagamento dei fattori produttivi al momento dell'incasso dei ricavi ottenuti con i prodotti venduti. La riduzione del tempo di ciclo cash-to-cash è un obiettivo importante per molte aziende, poiché può contribuire a migliorare la liquidità e aumentare la redditività. Per raggiungere questo obiettivo, è importante che le aziende implementino pratiche manageriali efficaci, come la comunicazione trasparente, la definizione di obiettivi condivisi e la gestione dei rischi e strumenti finanziari opportuni per poterlo finanziare. Per tali ragioni il ciclo cash-to-cash è un fattore critico nella gestione finanziaria e nella creazione di vantaggi competitivi per le aziende.

¹¹ WACC è l'acronimo per Weighted Average Cost of Capital.

1.2.1 Le leve di management del Working Capital

È possibile scomporre il ciclo cash-to-cash (C2C) in tre sotto cicli: il *ciclo purchase-to-pay*, che si concentra sull'acquisto di beni e servizi e la gestione delle spese da parte dell'azienda; il *ciclo forecast-to-fulfill*, focalizzato sulla produzione, la gestione dell'inventario, la previsione e l'elaborazione degli ordini; e il *ciclo order-to-cash*, che riguarda le vendite e la gestione delle entrate da parte dell'azienda. Le carenze di liquidità possono essere identificate in base ai sottocicli elencati qui sotto (Hoffman et. Al. 2011):

- **Ciclo purchase-to-pay** → I problemi del lato della fornitura riguardano le relazioni con i fornitori, la gestione del flusso di cassa e i DPO (Days Payable Outstanding). Da un lato le aziende vogliono sviluppare relazioni a lungo termine con i fornitori, dall'altro questi ultimi sono spesso visti come una fonte di liquidità a basso costo, dovendo rispettare una diluizione dei termini di pagamento stabilita dall'azienda stessa. Di conseguenza, in caso di domanda volatile e imprevedibile e con termini di pagamento prolungati, i fornitori tendono ad aumentare i prezzi o ridurre la qualità o il livello di servizio a lungo termine.
- **Ciclo forecast-to-fulfill** → Il problema della carenza nel ciclo "*forecast-to-fulfill*" riguarda la gestione ottimale delle scorte di liquidità e materiali. Da un lato, avere scorte elevate riduce il rischio dell'impresa e aumenta la sua capacità di raggiungere gli obiettivi. Dall'altro lato, avere troppa liquidità e scorte non massimizza la ricchezza degli azionisti. Le aziende devono trovare un equilibrio tra i costi di mantenimento delle scorte e i costi di carenza di esse.
- **Ciclo order-to-cash** → I ritardi nella *riconciliazione delle fatture*¹² sono una delle principali cause di aumento del capitale circolante poiché ritardano la ricezione dei pagamenti aumentando di conseguenza i DSO. Esiste un equilibrio tra i benefici derivanti da un incasso più rapido, i costi di implementazione e gestione di nuovi processi di gestione dei debitori e l'eventuale cambiamento del comportamento dei clienti (Reider e Heyler 2003).

Le difficoltà legate alla gestione del ciclo *purchase-to-pay*, come ritardi nella riconciliazione delle fatture e squilibri nei pagamenti, non possono essere risolte da un'unica azienda ma necessitano un approccio collaborativo all'interno della catena di fornitura. La maggior parte delle aziende ha bisogno di una significativa quantità di capitale circolante per gestire i flussi finanziari variabili e

¹² La riconciliazione delle fatture è il processo di verifica e confronto tra le fatture ricevute dai fornitori e i registri contabili dell'azienda per assicurarsi che siano corretti e che siano state pagate. Ciò include la verifica dell'importo, della data, del numero di fattura e dei dettagli dei prodotti o servizi acquistati. L'obiettivo è di rilevare e risolvere eventuali discrepanze tra le fatture e i registri contabili, al fine di garantire che tutte le spese siano state correttamente contabilizzate e che non ci siano errori nei pagamenti.

imprevedibili nell'interazione con gli altri membri della catena di fornitura. Se affrontate in modo collaborativo, sfide come lentezza nell'elaborazione, flussi di cassa inaffidabili, attività costose, elevato DSO e decisioni di credito non ottimali, richiedono un capitale circolante maggiore di quello necessario. (Hofmann e Kotzab 2010)

L'andamento del C2C in un'impresa è fondamentale da monitorare oltre che da prevedere poiché ha un impatto diretto sulla dinamica finanziaria dell'impresa. Un elevato C2C implica una maggiore quantità di capitale circolante che deve essere finanziato. Questo comporta dunque un aumento della posizione finanziaria netta dell'impresa a parità di operatività. L'elenco puntato riassume vari fattori che possono potenzialmente influenzare il C2C

- **Stagionalità del business** → un business composto da forti stagionalità della domanda, per esempio, implica un picco di capitale circolante in un determinato periodo dell'anno che deve essere adeguatamente finanziato.
- **Settore in cui opera l'impresa** → un'impresa può operare in un settore *capital intensive*, come il manifatturiero, che comporta quantità di finanziamento del working capital maggiore rispetto a una società che opera in un settore che si occupa principalmente di servizi, come una società di consulenza. Inoltre, ogni settore è caratterizzato da sue specifiche una fra tante la durata di diluizione dei pagamenti.
- **Scenario competitivo** → per poter competere sul mercato l'impresa deve fare scelte che impattano anche sul capitale circolante netto, come livello di scorte, condizioni di incasso etc.
- **Costo del capitale** → il costo del capitale, in un determinato periodo può avere o meno un impatto sulle quantità da investire in circolante, oltre che sulla profittabilità dell'impresa stessa.
- **Andamento del fatturato** → Un incremento di fatturato determina generalmente una crescita del capitale circolante netto (maggiori scorte, maggiori crediti), con conseguente maggior fabbisogno finanziario. Di contro, una contrazione delle vendite non comporta necessariamente una riduzione del capitale circolante netto in quanto potrebbero sorgere problemi quali la gestione e lo smaltimento di scorte non più vendibili sul mercato.

Tuttavia, per quanto il capitale circolante sia fondamentale per un'impresa non sempre è ben gestito dal management. Quest'ultimo tende a concentrarsi esclusivamente sui risultati economici dell'impresa rischiando di trascurare le grandezze patrimoniali quali una corretta gestione della cassa.

L'insufficiente monitoraggio delle grandezze patrimoniali può generare inefficienze su diverse funzioni aziendali fondamentali, tra cui acquisti, vendite, gestione del magazzino, finanza e altre ancora. Ne consegue un impatto negativo sulle performance dell'azienda e sulla sua capacità di prendere decisioni informate. È importante che il management presti attenzione sia ai risultati economici e che alle grandezze patrimoniali per avere una visione completa della situazione aziendale. (Deloitte 2015).

L'obiettivo del management è quello di massimizzare profitti e valore dell'impresa in gestione. Questi obiettivi manageriali possono influenzare il livello di capitale circolante. Le decisioni legate a questi obiettivi possono essere di breve termine, dunque decisioni *manageriali tattiche* oppure di lungo termine cioè decisioni *manageriali strategiche*.

Tra le leve manageriali strategiche troviamo:

- **Ingresso in un nuovo mercato** → l'ingresso in un nuovo mercato implica oltre che un aumento delle vendite, un aumento del capitale circolante. Ciò è dovuto principalmente all'incremento delle scorte per far fronte alla nuova domanda e con esse anche dei magazzini e dei crediti commerciali.
- **Acquisizione di un cliente importante** → L'acquisizione di un cliente di rilievo può portare ad un aumento delle vendite e a una maggiore stabilità nel tempo. Tuttavia, questa situazione potrebbe avere un effetto negativo sul capitale circolante dell'azienda poiché il potere contrattuale di un cliente importante potrebbe comportare un allungamento dei tempi di pagamento.
- **Ampliamento della gamma dei prodotti** → l'ampliamento della gamma dei prodotti causa necessariamente un aumento delle rimanenze, con un conseguente aumento del capitale circolante.

Tra le leve manageriali di natura tattica troviamo:

- **Aumento delle quantità acquistate** → un aumento delle quantità acquistate per poter far fronte, ad esempio, ad un aumento delle vendite o per fare hedging tra domanda e scorte, comporta necessariamente un aumento del capitale circolante.

- **Negoziazioni mirate alla riduzione dei costi d'acquisto** → Una negoziazione con il fornitore su scontistiche sull'acquisto di materia prima generalmente implica una riduzione dei termini di pagamento nei suoi confronti. Il capitale circolante aumenterà all'aumentare del DSO.
- **Offrire al cliente specifiche personalizzazioni del prodotto** → Una forte personalizzazione del prodotto per il cliente implica una domanda più variabile. Per far fronte a una domanda generalmente un'impresa tende ad aumentare le sue scorte di materia prima e di conseguenza ad avere più capitale circolante.

Se da un lato l'azienda ha l'obiettivo di crescere aumentando i volumi di vendite e di fatturato per poter aumentare il proprio valore, risulta altrettanto vero che un basso livello di capitale circolante netto sia in grado di aumentare il valore stesso dell'impresa, che risulterà finanziariamente più stabile con dei migliori flussi di cassa. Questo perché la posizione finanziaria netta risulterà più bassa, poiché o la cassa risulta maggiore, se decide di autofinanziarsi, o il debito risulta minore, se decide di ricorrere a fonti di finanziamento esterne.

Risulta evidente che, per un'azienda desiderosa di migliorare le proprie performance, l'utilizzo di uno specifico strumento supply chain finance può fare la differenza nel massimizzare il proprio valore e garantire una stabilità finanziaria a lungo termine, indipendentemente dalla strategia di crescita adottata.

Una strategia di crescita aggressiva, come negli esempi trattati sopra, riduce drasticamente la liquidità presente nell'impresa rendendo ancora più chiaro come la corretta soluzione di supply chain finance renda possibile una crescita mantenendo una buona soglia di solidità patrimoniale e di liquidità presente nell'impresa stessa. Alla luce di quanto detto l'obiettivo di questo lavoro aspira a verificare se esista una correlazione positiva, idealmente alta, tra aziende che utilizzano un determinato strumento di *SCF*, il *factoring*, ed il miglioramento della loro performance.

1.3 Literature review

Nella seguente sezione viene impostata una literature review con un duplice obiettivo. Da un lato quello di individuare e valutare l'impatto che una particolare tipologia di finanziamento del working capital possa avere sulle performance operative di un'impresa. Dall'altro lato valutare lo stato dell'arte in abito *Supply chain finance*.

Gli strumenti di ricerca utilizzati sono stati Google Scholar¹³ di proprietà di Google Inc. e SCOPUS¹⁴ di proprietà di Elsevier. Sia Google Scholar che SCOPUS sono attualmente i database bibliografici e strumenti di ricerca per articoli scientifici più estesi. Per selezionare i documenti sono state utilizzate le seguenti parole chiave: "Supply chain finance" "factoring" "working capital" "financing".

Supply chain finance (SCF) è un termine ampio che si riferisce a una varietà di strumenti e pratiche finanziarie utilizzate per sostenere il finanziamento della catena di fornitura. Si tratta di un campo di studio e ricerca relativamente nuovo, ma che negli ultimi anni ha guadagnato sempre più attenzione.

Alcuni dei temi chiave comunemente discussi nella letteratura riguardate la SCF includono:

1. Il ruolo del SCF nel mitigare i rischi della catena di fornitura e nel migliorare l'efficienza della catena di fornitura.
2. L'uso di strumenti finanziari come il factoring, il reverse factoring e le piattaforme di supply chain finance per fornire finanziamenti ai fornitori.
3. L'impatto del SCF sul rapporto tra acquirenti e fornitori e le implicazioni per la governance della catena di fornitura.
4. L'uso di tecnologie e piattaforme digitali per supportare l'implementazione e la gestione dei programmi SCF.
5. Le questioni normative e legali legate al SCF e le implicazioni per la stabilità e l'integrità del sistema finanziario.

¹³ Google Scholar è un motore di ricerca accessibile liberamente che tramite parole chiave specifiche consente di individuare testi della letteratura accademica come articoli sottoposti a revisione paritaria, tesi di laurea e dottorato, libri, prestampate, sommari, recensioni e rapporti tecnici di tutti i settori della ricerca scientifica e tecnologica. Consente di reperire articoli da una vasta gamma di case editrici che si rivolgono al mondo dello studio e della ricerca da associazioni scientifiche e professionali, depositi di prestampate e università, oltre che nella galassia di articoli scientifici e culturali distribuiti sul Web.

¹⁴ Scopus è un database di riassunti e citazioni per articoli di pubblicazioni riguardanti la ricerca. Il database è stato creato nel 2004 dalla casa editrice Elsevier.

La presente revisione della letteratura si basa principalmente su articoli e studi circa l'uso di strumenti finanziari come il factoring, il reverse factoring e più in generale soluzione di SCF come metodologia di finanziamento del capitale circolante. È stata selezionata questa tipologia di studi poiché il presente lavoro di tesi si focalizza sulla ricerca di una possibile correlazione tra le buone performance aziendali e l'utilizzo di uno specifico strumento di finanziamento del capitale circolante, in questo caso il factoring.

Dopo aver esaminato il concetto di Supply Chain Finance (SCF) come una categoria di prodotti finanziari per il finanziamento del capitale circolante, sorge la legittima domanda di comprendere quali siano effettivamente questi prodotti finanziari. Chakuu S. et. Al., in uno studio condotto nel 2019 intitolato “Exploring the relationship between mechanisms, actors and instruments in supply chain finance: A systematic literature review”, esaminano in maniera metodica la letteratura riguardante la *Supply Chain Financing (SCF)* con lo scopo di chiarire la relazione tra gli attori coinvolti, gli strumenti utilizzati e i fattori contestuali del SCF. La ricerca descrive una rassegna che ha identificato tre principali tipi di relazione tra la finanza e la supply chain: *finanziamento delle immobilizzazioni*, *finanziamento delle scorte* e *finanziamento dei crediti e debiti*. Infine, lo studio fornisce anche una classificazione completa degli strumenti di SCF e dei meccanismi associati (si rimanda all'ANNEX 1), aprendo la strada a ulteriori ricerche e sviluppi.

Ad integrazione del lavoro svolto da Chakuu S. et Al., Andrey V. Koren et Al. conducono uno studio finalizzato all'analisi degli strumenti di finanziamento utilizzati per le attività di commercio estero. “Development of a Supply Chain Policy for Financing Instruments System of Foreign Economic Activity”, condotto nel 2019, si focalizza sull'attualità della problematica del finanziamento bancario delle attività commerciali estere in Russia. Ci si interroga su come la SCF possa garantire la sicurezza finanziaria delle attività commerciali, ampliare la gamma dei servizi offerti dalle banche e garantire la loro competitività sul mercato finanziario internazionale. L'elaborato analizza lo stato attuale dell'attività economica estera utilizzando dati statistici e rivelando le tendenze di sviluppo dell'economia che influenzano l'attività dei soggetti del commercio estero. Le conclusioni sono che il factoring ha un grande potenziale per aumentare il fatturato e il profitto delle organizzazioni. Il factoring risulta essere lo strumento più importanti ma è anche quello che ha incontrato maggiori difficoltà nell'essere introdotto e utilizzato efficacemente, a causa di problemi normativi e tecnici. La ricerca ha anche evidenziato che la lettera di credito e il leasing sono strumenti competitivi rispetto al credito bancario e che per la loro attuazione sono state create le condizioni necessarie. Pertanto, l'offerta di strumenti di finanziamento diversi dal credito tradizionale dipenderà dalla eliminazione dei problemi normativi e tecnici.

La tematica relativa alla normativa è stata successivamente ripresa da Guillermo Perez-Elizondia et Al., i quali hanno indagato sulle determinanti che consentono alle PMI di poter accedere ad un finanziamento del capitale circolante per mezzo del factoring. I ricercatori, nel loro studio denominato “Commercial banking as a key factor for SMEs development in Mexico through factoring: A qualitative approach” del 2020, si interrogano sulle ragioni dell’inefficienza, in Messico, dei finanziamenti erogati dalle banche, per mezzo del factoring, alle PMI. Attraverso la somministrazione di questionari somministrati principali operatori e istituti finanziari che si occupano di factoring in Messico, e per mezzo dello sviluppo di un case study e di un’analisi quantitativa ad esso associato. Guillermo Perez-Elizondia e colleghi hanno concluso che le principali cause delle inefficienze di particolari strumenti finanziari come il factoring sono legate a tre fattori: regolamentarizzazione, fiscalità e legislatura.

Si può provare che l'efficacia del factoring, come prodotto di Supply Chain Finance (SCF), dipende dal livello di regolamentazione e legislazione che ne disciplina l'adozione e l'utilizzo. In paesi in cui il factoring è soggetto a una solida regolamentazione, come ad esempio l'Italia (come illustrato nel paragrafo 2.4.3), è possibile osservare che tale strumento risulta efficiente nell'ambito della gestione finanziaria delle imprese.

Un segmento significativo della letteratura ha affrontato lo sviluppo di modelli matematici per l'analisi degli strumenti di Supply Chain Finance (SCF). Questi modelli matematici sono stati progettati per fornire una comprensione più approfondita e una valutazione quantitativa dell'impatto degli strumenti SCF sulle prestazioni finanziarie delle imprese e sulla gestione del capitale circolante.

A tal proposito nel 2019, Gelsomino L.M. et Al. elaborano un modello matematico per poter valutare i vantaggi che un acquirente può ottenere dall'utilizzo dei tre schemi di finanziamento SCF (*Reverse Factoring*, *Inventory Financing* e *Dynamic Discounting*). Il comportamento dell’acquirente nei confronti del proprio fornitore viene modellato attraverso un problema di ottimizzazione. I risultati mostrano come il fabbisogno di capitale circolante e il costo del finanziamento siano i parametri chiave per valutare i benefici dell'adozione simultanea di più schemi di SCF. Inoltre, i risultati mostrano come la combinazione di costi del capitale circolante, requisiti e limiti di finanziamento possa rendere una strategia a più schemi preferibile rispetto a una singola strategia, anche se lo schema migliore per la maggior parte dei fornitori è Reverse Factoring.

In contemporanea al lavoro svolto da Gelsomino L.M. et Al., viene pubblicato, per opera di Yaobin Wua, Yingying Wangb, Xun Xuc, Xiangfeng Chena, “Collect payment early, late, or through a third party's reverse factoring in a supply chain”. A differenza del lavoro svolto da Gelsomino L.M. et Al.

il cui modello è incentrato sull'acquirente, Yaobin W. Et. Al. si pongono l'obiettivo di capire come il fornitore decide i termini di pagamento, se anticiparli o posticiparli. Nel far ciò essi sviluppano un modello teorico per poter confrontare tre schemi di finanziamento per il working capital (pagamento anticipato, pagamento ritardato e reverse factoring) analizzando l'impatto sulla performance finanziaria del fornitore e del rivenditore. Dal modello di analisi creato si evince che i diversi modelli di pagamento (pagamento posticipato, pagamento anticipato e reverse factoring) offrono vantaggi differenti a seconda del vantaggio finanziario che possiede il fornitore o il rivenditore. Si evidenzia che il ritardo del pagamento è più conveniente quando il fornitore ha vantaggio finanziario, mentre il pagamento anticipato e il reverse factoring sono più vantaggiosi quando il rivenditore ha un vantaggio finanziario. Inoltre, si evince che il reverse factoring, con l'intervento di una banca, risulta ancora più conveniente rispetto al pagamento anticipato e che, in ultima analisi, i modelli di pagamento possono migliorare le performance della catena di approvvigionamento utilizzando capitale a costo inferiore ed evitando quello a costo superiore.

L'introduzione di un accordo di *reverse factoring* migliora le performance di natura economica all'interno della *supply chain*. Nello specifico l'accordo di reverse factoring aumenta il profitto totale annuo della supply chain andando anche ad influenzare sulle decisioni operative di *lot-sizing*, cioè influisce sulle dimensioni ottimali del lotto e frequenza delle spedizioni. (Beatrice Marchi et. Al. 2020). Tramite lo sviluppo di un modello JELS¹⁵ a due livelli, dunque fornitore-acquirente, Marchi B. et Al. mostrano che il reverse factoring ha un successo potenziale alto in quanto è in grado di portare ulteriori benefici alla supply chain, soprattutto quando i fornitori finanziariamente deboli devono far fronte a un aumento di domanda aiutandoli così a crescere poiché si ha una migliore gestione del working capital.

Sfruttando un gioco di Stackelberg¹⁶ in cui si sfrutta una strategia ibrida basata sull'utilizzo contemporaneo di factoring e di crediti commerciali, Wei JIN et Al. sviluppano un modello per studiare come il fornitore sfrutti la strategia di factoring per ottenere una performance migliore. Lo studio oltre conclusioni accademiche porta con sé anche delle conclusioni manageriali. Il fornitore decide di parzializzare il factoring quando si trova d'avanti un factor con elevata capacità contrattuale del prezzo. Questa strategia ibrida di factoring parziale è uno strumento utile per poter migliorare la liquidità della supply chain e creare valore per i partner della supply chain stessa. Tuttavia, i benefici

¹⁵ Acronimo che sta per joint economic lot sizing

¹⁶ Il modello di Stackelberg è un modello di analisi economica dell'equilibrio di duopolio nei diversi rapporti di forza tra le due imprese duopoliste.

del factoring dipendono fortemente da caratteristiche operative e finanziarie come costi di fallimento¹⁷, livello di capitale della supply chain, e la capacità contrattuale del factor.

Infine, lo studio “Optimal selection of supply chain financing programmes for a financially distressed manufacturer” (Sarat Kuar Jena et. Al., 2022) con l’obiettivo di trovare una migliore tipologia di SCF per un produttore in *distress finanziario*¹⁸ presenta un modello di Stalckberg di una supply chain a due livelli (*single echelon*), fornitore e rivenditore, in cui il fornitore è in financial distress. Lo studio dimostra che il profitto totale della supply chain è maggiore quando il rivenditore utilizza un aiuto finanziario esterno per sostenere le sue operazioni e l’utilizzo del reverse factoring fornisce complessivamente profitti più elevanti sia per il fornitore che per il rivenditore rispetto ad altri programmi di supply chain finance. Nel caso in cui venga utilizzato il factoring, il profitto del produttore è inferiore e quello del rivenditore è superiore a quello dell’utilizzo del reverse factoring normale. Infine, lo studio dimostra che se le dimensioni del mercato sono sufficientemente grandi, il profitto totale delle supply chain è massimizzato con l’utilizzo del credito commerciale come strumento di supply chain financing.

A supporto della letteratura che ha affrontato lo sviluppo di modelli matematici applicato alla SCF, sono stati condotti studi basati sull'analisi numerica per fornire un approfondimento quantitativo e una validazione empirica inerente all’utilizzo degli strumenti di SCF.

La ricerca “On Supply Chain Performance and Efficiency under Purchase Order Financing together with Reverse Factoring Financing” (Jinyan Gao et Al. 2019) analizza la strategia di finanziamento chiamata *finanziamento dell'ordine di acquisto* insieme alla strategia di finanziamento del *reverse factoring* per soddisfare le esigenze di finanziamento delle PMI in diverse fasi. Lo scopo del lavoro è studiare la performance e l'efficienza di una supply chain in base alla strategia di finanziamento. Il lavoro ha condotto dei test numerici per confrontare le prestazioni e l'efficienza della catena di fornitura tra la strategia di finanziamento in questione e i modelli di finanziamento dell'ordine di

¹⁷ I costi di fallimento si riferiscono ai costi che derivano dalla cessazione delle attività di un'azienda e dalla sua liquidazione. Possono comprendere costi legali, amministrativi e di liquidazione, nonché la perdita di valore dei beni dell'azienda e la perdita di posti di lavoro. Inoltre, i costi di fallimento possono anche includere danni alla reputazione, alla fiducia dei clienti e alla capacità di attrarre nuovi investimenti. In generale i costi di fallimento sono associati alle azioni che devono essere intraprese per liquidare un'azienda in difficoltà, dalle procedure legali ai processi di vendita dei beni aziendali, e ai costi sostenuti dalle parti coinvolte (creditori, azionisti, dipendenti, ecc.) a causa della cessazione dell'attività dell'impresa.

¹⁸ Il *distress finanziario* si riferisce alla situazione di difficoltà economica in cui un'impresa non è in grado di soddisfare le proprie obbligazioni finanziarie a causa di una scarsità di liquidità o un eccessivo debito. In altre parole, il *distress finanziario* indica che un'impresa o non è in grado di pagare i propri debiti nei tempi previsti o di ottenere nuovi finanziamenti per far fronte ai propri bisogni finanziari. Le cause del *distress finanziario* possono essere diverse, come ad esempio una crisi economica, una competizione eccessiva, un errore strategico, una cattiva gestione delle finanze o un evento imprevisto. In caso di *distress finanziario*, le aziende possono essere costrette a ristrutturare i loro debiti, a cedere attività o a fallire.

acquisto in situazioni decisionali sia decentralizzate che centralizzate. In primis, sono stati creati modelli per entrambe le strategie, decentralizzata e centralizzata, dimostrando poi l'esistenza di una soluzione ottimale per ogni modello. In seguito, sono state valutate le prestazioni e l'efficienza della catena di fornitura. Lo studio spiega che i modelli di finanziamento che prendono in considerazione sia il finanziamento degli ordini di acquisto che quello del reverse factoring, come il modello decisionale a due fasi e il modello decisionale globale, mostrano una maggiore efficienza nella catena di fornitura rispetto al modello di riferimento che considera solo il finanziamento degli ordini di acquisto. Le prestazioni e l'efficienza sono state confrontate attraverso analisi numeriche.

Il seguente lavoro di ricerca “The effect of reverse factoring financial changes on supply chain” (Murad Ali Ahmad et. Al, 2022), pone l’obiettivo di valutare come il cambiamento delle condizioni contrattuali del reverse factoring vadano ad impattare sulla supply chain di una PMI della Giordania. Lo studio si basa sulla verifica di cinque quesiti di ricerca: se la posizione del ciclo economico influisce positivamente sull’utilizzo del factoring; come la variazioni dei tassi d'interesse influenza i benefici apportati dal factoring; se le modifiche al rating influiscono positivamente o negativamente l’utilizzo del factoring; e se congiuntamente le variazioni di rating e le decisioni della banca centrale sui tassi influenzano l’utilizzo del factoring; ed infine come cambiamenti finanziari (notizie, tassi d'interesse, rating) influenzano positivamente l’utilizzo del reverse factoring. Per l’analisi delle research questions in esame è stata effettuata un’analisi statistica utilizzando varie regressioni per poter verificare le ipotesi attraverso test di ipotesi. Dall’analisi statistica ne è risultato che il minor costo del capitale unitario e i costi di transazione finanziaria degli OEM aumentano i benefici del reverse factoring per le PMI. Osservando il periodo di rimborso, l’aumento di esso ne riduce i benefici, mentre l’aumento delle quantità delle scorte può aumentare l’utilità del reverse factoring.

Infine, sfruttando un’analisi statistica basata su dati raccolti per mezzo di questionari somministrati, lo studio condotta da Aneesh Banerjee, Florian Lucker and Jeorg M. Ries nel 2021 denominata “An empirical analysis of suppliers’ trade-off behaviour in adopting digital supply chain financing solutions” mostra che attributi come correttezza, fiducia e affidabilità, contano nelle relazioni personali e professionali. Tuttavia, la decisione dei fornitori di adottare una soluzione di reverse factoring non si limita ad una valutazione dei loro benefici finanziari immediati, ma comporta una valutazione complessa che coinvolge il loro giudizio sull'equa distribuzione del surplus finanziario generato, cioè considerazioni di equità.

Dalla revisione della letteratura emerge che l'uso di strumenti di Supply chain finance può apportare significativi benefici in termini di profittabilità sia all'azienda che li adotta, che in alcuni casi all'intera filiera stessa. In generale, gli studi condotti indicano che il factoring e il reverse factoring sono gli

strumenti di supply chain finance più efficienti per l'ottimizzazione del capitale circolante, come dimostrato dai modelli creati. Pertanto, l'adozione o meno di uno specifico strumento di SCF può fare una differenza sostanziale in termini di performance di profittabilità a livello teoriche. Tuttavia, l'efficienza di uno strumento finanziario dipende non solo dal contesto competitivo ed economico in cui opera un'azienda, ma anche dal quadro normativo che lo regola.

Attraverso l'analisi e l'interpretazione dei risultati raccolti, il presente studio offre nuove prospettive e contribuisce al dibattito accademico in corso esaminando l'impatto di uno strumento di SCF (nello specifico factoring e reverse factoring) su PMI italiane, area geografica non trattata dalla letteratura. L'obiettivo principale del lavoro di tesi è comprendere se l'utilizzo di un particolare strumento di finanziamento come il factoring possa impattare positivamente sulle performance aziendali. Il presente studio contribuisce alla raccolta accademica anche dal punto di vista di metodologia di analisi adottata in quanto saranno analizzati i bilanci di due campioni di PMI italiane su un arco di tempo per poter analizzare l'evoluzione temporale dei campioni in esame. Attualmente, le ricerche disponibili sono limitate principalmente allo sviluppo di modelli economico-matematici per l'interpretazione del fenomeno, il presente lavoro mira a riempire questa mancanza attraverso un'analisi quantitativa per mezzo di dati di natura bilancistica.

1.4 Quesito di ricerca

Il factoring, in tutte le sue forme, rappresenta uno dei moderni strumenti più ampiamente utilizzati per finanziare il capitale circolante. Si tratta di uno strumento di SCF che consente alle imprese di trasformare i propri crediti commerciali in sospeso in liquidità immediata mediante la loro vendita a un intermediario finanziario chiamato factor. Attraverso il factoring, l'impresa cede i propri crediti commerciali al factor, che si incarica di gestire la riscossione dei crediti dai debitori. Nel corso del tempo, il factoring è diventato sempre più diffuso come opzione moderna per il finanziamento del capitale circolante delle imprese (capitolo 3), offrendo liquidità immediata, riducendo il rischio di credito e fornendo servizi aggiuntivi per migliorare la gestione finanziaria complessiva.

Dalla revisione della letteratura è emerso che:

- Le ricerche disponibili si concentrano principalmente sullo sviluppo di modelli economico-matematici teorici per l'analisi dell'impatto di un particolare strumento di SCF sul capitale circolante;
- Tra i modelli teorici presi in esame, il factoring e il reverse factoring risultano essere gli strumenti di SCF più efficienti per ottimizzare il net working capital;
- A livello teorico, l'adozione o meno di uno specifico strumento di SCF influisce sulla redditività e sulla stabilità dei rapporti nella filiera.

L'applicazione dei tassi da parte del factor varia in base alla qualità dell'impresa, il che può influenzare la creazione o la distruzione di valore a causa della differenza tra il costo del factoring e la percentuale di sconto ottenuta. Ciò avrà un impatto positivo o negativo sull'EBITDA e successivamente sull'EBT. Si cercherà di stabilire una relazione positiva tra la "qualità" delle imprese che utilizzano in modo continuativo il factoring (misurata dal livello di EBITDA sulle vendite e dal livello di leva finanziaria "non distressed") e le imprese che non ne fanno uso. Inoltre, si cercherà di determinare se la buona salute di un'impresa in termini di marginalità operativa lorda (EBITDA) e bassi livelli di distress (PFN/EBITDA) possa essere direttamente correlata all'utilizzo del factoring stesso.

Si cercherà una relazione positiva tra la "qualità" delle imprese che utilizzano il *factoring* in maniera continuativa (misurata dal livello di EBITDA sulle vendite e dalla leva finanziaria "non distressed") ed imprese che non lo utilizzano, e se l'essere in salute di un'impresa in termini di marginalità operativa lorda (EBITDA) e bassi livelli di *distress* (PFN/EBITDA) possa essere direttamente correlata all'utilizzo del *factoring* stesso.

1.4.1 Processo di analisi

L'obiettivo dell'analisi è creare due campioni di medie imprese: uno composto da imprese che utilizzano in modo sistematico il factoring e un secondo campione composto da imprese italiane con un fatturato compreso tra il milione 600 milioni di Euro. Si cercherà di verificare l'esistenza di una correlazione tra l'utilizzo del factoring e la qualità della crescita dell'impresa, considerando diversi KPI come indicatori finanziari, valutazione, immagine aziendale, ecc. Attraverso l'analisi, si cercherà di comprendere quali fattori influenzino questa correlazione con il factoring e quale tipo di management fa uso del factoring (ad esempio, un management attento alla gestione della liquidità, molto attento ai bilanci, ecc.).

L'analisi empirica oggetto del lavoro di ricerca confronta due campioni. Il primo campione è costituito da imprese clienti di Hoshin Corporate Finance S.r.l. Il secondo campione, il "campione di controllo", sarà costituito da società italiane con caratteristiche simili al primo campione in termini di fatturato e classificazione merceologica.

Verranno analizzati i bilanci dal 2017 al 2021 delle società del campione in osservazione, con l'obiettivo di valutare l'impatto dell'utilizzo sistematico del *factoring*, come strumento di finanziamento del capitale circolante, sulle performance delle imprese stesse (per confronto con un campione di controllo). Nello specifico, si andranno a valutare le performance (come EBITDA/SALES e PFN/EBITDA) delle società che compongono il campione prima e dopo l'adozione del *factoring*, osservando la correlazione che esiste tra l'eventuale miglioramento delle performance e l'utilizzo sistematico del *factoring*, valutando in particolare se l'introduzione del *factoring* possa essere associato alle performance aziendali del campione in osservazione.

Per la costruzione del campione di analisi, reperiremo i dati tramite il database di Hoshin Corporate Finance S.r.l. al fine di ottenere informazioni circa l'utilizzo del factoring. Verrà estratta la lista delle aziende che utilizzano il *factoring* (sia pro soluto che pro solvendo) e lo storico relativo all'utilizzo del *factoring*, per dimensione e codice ATECO.

Il campione di controllo sarà costruito prendendo da AIDA tutte le imprese con fatturato compreso tra il milione di euro e i 600 milioni di euro. Saranno esclusi dal campione di controllo società di utility, petrolifere, finanziarie, servizi bancari e supermercati. Più in generale, tramite AIDA, saranno filtrate tutte le società per mezzo dei codici ATECO, selezionando gli stessi codici presenti nel campione di analisi.

Una volta costruiti i campioni di analisi, si procederà con l'analisi statistica calcolando le metriche di analisi da analizzare.

2 METODOLOGIE DI FINANZIAMENTO DEL WORKING CAPITAL

In questo paragrafo sarà trattato il factoring come *soluzione di finanziamento del capitale circolante*. Si approfondirà il suo funzionamento, varie declinazioni di factoring esistenti, la regolamentarizzazione a riguardo, la metodologia contabile ed infine il Reporting e Risk Management del factoring. La metodologia contabile con cui esso è registrato fa riferimento ai principi della IAS/IFRS¹⁹. Si ritiene importante precisare il principio contabile con cui sono trattati determinanti strumenti finanziari giacché la metodologia contabile può avere un impatto sulle performance di bilancio.

Come anticipato del capitolo 1, Chakku S. et. Al. classificano nel loro lavoro ricerca le principali soluzioni di SCF e il loro funzionamento, tra le principali soluzioni presenti sul mercato di SCF troviamo:

- “Invoices orders advances” o “Anticipo fatture”
- “Ricevuta Bancaria” o “Ri.Ba.”
- “Finanziamento estero”
- “Signature line of credit”
- “Scopertura di Conto corrente” o “Fido bancario”
- “Inventory Financing”
- “Dynamic Discounting”
- “Pre-Shipment Financing”

Le forme di finanziamento sopra elencate rappresentano le principali opzioni ad oggi disponibili, tuttavia, questa lista non è esaustiva poiché esistono altre forme di finanziamento create ad-hoc da

¹⁹ Gli International Accounting Standards (in forma di acronimo: IAS) sono norme per la contabilità, nello specifico sono principi contabili internazionali. Gli IAS, emanati da un gruppo di professionisti contabili (International Accounting Standards Committee (acronimo IASC)) fin dal 1973, sono stati il primo tentativo di standardizzazione mondiale delle regole contabili. Fino al 2001, lo IASC ha agito come comitato interno all'organizzazione mondiale dei professionisti contabili (International Federation of Accountants (IFAC)) trasformandosi poi in una fondazione privata di diritto statunitense (IASC foundation). All'interno di questa fondazione, l'organo incaricato di emanare i principi contabili è denominato IASB (acronimo di International Accounting Standards Board) e i principi redatti nel 2004 da questo comitato sono denominati norme per la rendicontazione finanziaria IFRS (acronimo di International Financial Reporting Standards). Poiché tali principi coesistono, almeno per ora, con i precedenti IAS, ci si riferisce spesso ai principi internazionali con il termine IAS/IFRS.

istituti finanziari per alcune aziende. Inoltre, per una comprensione più approfondita sul funzionamento degli strumenti menzionati, si rimanda all'ANNEX 1. In generale non esiste una soluzione ideale per finanziare il working capital, questo perché l'adozione di uno strumento di SCF dipende da vari fattori:

- Potere contrattuale dell'impresa nei confronti dei suoi fornitori e clienti;
- Costi totali dello strumento finanziario;
- Logiche specifiche di settore;
- Stagionalità del business;
- Potere contrattuale degli istituti finanziari;
- Grandezza dell'impresa;
- Competenza del management nell'utilizzo di strumenti finanziari più complessi.

Gli strumenti di finanziamento del working capital presentati influenzano principalmente i DSO e i DPO. Per esempio, l'utilizzo di dell'anticipo fatture, del Ri.Ba. salvo a buon fine o del finexport, per esempio, permette di ridurre i DSO, in quanto sono strumenti che permettono di ottenere liquidità immediata. L'utilizzo del finimport o dell'inventory financing invece rende possibile l'aumento dei DPO giacché consente di posticipare il flusso dei pagamenti finanziari nei confronti dei fornitori. Uno dei vantaggi degli strumenti di SCF come già anticipato è quello di poter essere utilizzati in combinazione tra di loro cercando di ridurre i DSO ed aumentare i DPO, con una conseguente riduzione del capitale circolante netto.

Gli strumenti presentati sono accumulati dal fatto che non sono strumenti finanziari in cui vi è una cessione del credito. Vi è tuttavia una famiglia di strumenti di SCF in cui la **cessione del credito** è prevista, il factoring, il quale verrà trattato nelle sue varie forme nel paragrafo successivo.

2.1 Il factoring e il suo funzionamento

Il factoring è una tipologia di finanziamento del capitale circolante che si basa sulla cessione o vendita dei crediti non incassati di un'azienda (le fatture) al *factor*, un *operatore finanziario specializzato* in questa pratica. Il pagamento per queste fatture viene effettuato dal factor al venditore, sottraendo una commissione per il servizio offerto e un costo per il periodo di finanziamento. Questo significa che, invece di attendere i tempi di pagamento standard, che possono variare da 30 a 60 o più giorni, il venditore può accedere ai propri fondi entro 24 ore o anche prima. Il factor incasserà poi il pagamento dall'acquirente e recupererà la propria somma anticipata.

In questo modo, il factor *gestisce e finanzia* anticipatamente una parte dei crediti dell'impresa. Il factor può anche offrire servizi aggiuntivi alla società che vuole cedere i propri crediti:

- **Valutazioni sull'affidabilità creditizia degli acquirenti a cui il venditore vende.** Il servizio è accessibile sia per i venditori attuali che per quelli potenziali, e prevede una revisione costante dell'affidabilità creditizia. Questo aiuta i venditori a prendere decisioni informate in tempo reale riguardo all'offerta di credito ai propri clienti o potenziali clienti.
- **Servizi di gestione del registro delle vendite e di incasso.** Questi possono essere completamente esternalizzati al factor o possono essere mantenuti internalizzati dal venditore, a seconda del prodotto offerto. La scelta se esternalizzare o meno l'attività di incasso e gestione dei libri contabili dipende dal prodotto offerto e dalle esigenze dell'azienda. Per le PMI, affidare queste attività al factor può rappresentare un grande vantaggio, mentre per le aziende più grandi con reparti di contabilità ben strutturati, potrebbe essere più opportuno mantenere queste attività internamente. In entrambi i casi, il factoring offre flessibilità per adattarsi alle esigenze specifiche dell'azienda.
- **Copertura del credito.** Essa protegge contro l'insolvenza dell'acquirente, offrendo ai venditori maggiore sicurezza nelle vendite di grandi volumi, anche a livello internazionale. Grazie alle economie di scala, il costo di tale copertura è generalmente più basso se acquistato tramite il factor rispetto a quanto lo sarebbe qualora il venditore agisse in autonomia.

Esistono diverse *tipologie di factoring*, la scelta dipende dalle esigenze specifiche del venditore e dei suoi acquirenti sul mercato. In ogni caso, il factoring è sempre una forma di finanziamento *garantita e monitorata*. È **garantito** poiché i crediti vengono ceduti al factor e i pagamenti da parte degli acquirenti devono essere effettuati direttamente al factor, anche in caso di insolvenza del venditore. È **monitorato** perché il factor sorveglierà costantemente il portafoglio crediti che sta finanziando. Il

factoring è spesso definito come una forma di finanziamento *win-win* poiché è in grado di finanziare una crescita economica garantendo al tempo stesso stabilità finanziaria. L'utilizzo del factoring presenta vantaggi che variano in base al tipo di soggetto che ne fruisce, che può essere una **PMI**, una **grande impresa**, una **multinazionale** o un **operatore finanziario** che eroga il servizio.

Le PMI possono trarre i seguenti vantaggi dall'utilizzo del factoring: una fonte di liquidità che non richiede l'utilizzo di attività o beni significativi come garanzia; il livello di finanziamento disponibile è proporzionato alle vendite e al debito aziendale, il che significa che non è necessario rinegoziare il finanziamento in periodi di crescita. Inoltre, c'è la possibilità di delegare le complesse attività amministrative legate alla gestione degli incassi e dei registri delle vendite rendendo così le PMI più snelle e focalizzate solo loro *core business*²⁰. Con il factoring, è possibile separare le relazioni di vendita dalle attività di riscossione. Questo strumento di finanziamento solitamente offre livelli di finanziamento più elevati rispetto ai prestiti tradizionali e non richiede garanzie o collaterali supplementari. Infine, il factoring offre la possibilità di proteggersi da crediti inesigibili.

Il factoring presenta numerosi vantaggi per le grandi imprese e le multinazionali, tra cui la possibilità di godere degli stessi benefici finanziari e di outsourcing della PMI. Inoltre, il finanziamento viene generalmente offerto con condizioni operative e di performance (*covenant*²¹) più flessibili rispetto ad altre forme di finanziamento ed offre la possibilità di collegarsi a un più ampio *Asset Based Lending*²², che include anche altri beni aziendali nel pacchetto finanziario. **Il factoring si basa sui ricavi e la stabilità patrimoniale dei clienti dell'impresa della quale si vogliono "cedere" le fatture e non sulla sua solidità patrimoniale, permettendo di raccogliere più capitale circolante rispetto agli approcci di prestito tradizionali.** In alcuni casi, può essere utilizzato per migliorare indicatori come il ROA o ROE (Return on Asset e Return on Equity), e offre la possibilità di proteggersi dai crediti inesigibili. Infine, il factoring può contribuire a sostenere le attività di ristrutturazione, fusione e

²⁰ Il "core business" è l'attività principale o il nucleo centrale di un'azienda. È la funzione o il settore in cui l'azienda è specializzata e in cui genera la maggior parte dei suoi ricavi e profitti.

²¹ In finanza, il termine "covenant" si riferisce a un accordo che viene stabilito tra un'impresa e i suoi finanziatori per proteggere questi ultimi da possibili danni causati da una gestione eccessivamente rischiosa dei finanziamenti concessi. Questo accordo prevede clausole vincolanti per l'impresa che, se violate, potrebbero comportare il ritiro dei finanziamenti o la loro rinegoziazione a condizioni meno favorevoli. Da parte del finanziatore, il covenant serve a ridurre il proprio rischio di credito, cioè la propria esposizione all'insolvenza del prestatore di fondi. Ci sono diversi tipi di covenant, alcuni dei quali hanno come obiettivo quello di contenere l'utilizzo della leva finanziaria da parte dell'impresa. Questi covenant richiedono che il rapporto tra debito netto e la capitalizzazione di bilancio, ovvero la somma di debito e patrimonio netto, sia mantenuto al di sotto di una determinata soglia. Altri covenant, invece, mettono in relazione il livello del debito con la redditività dell'azienda. Questi accordi mirano a garantire che l'impresa possieda una redditività adeguata a sostenere il proprio debito.

²² L'Asset Based Lending è un tipo di finanziamento garantito da una risorsa, come un immobile o una attrezzatura. In caso di mancato rimborso, il bene viene confiscato. Questa forma di prestito è più comunemente utilizzata per finanziare le imprese e le grandi società che utilizzano risorse che di solito non vengono utilizzate come garanzia per altri prestiti, come il finanziamento dei crediti, delle scorte o delle attrezzature. Tuttavia, questo tipo di prestito è disponibile solo in alcuni paesi dove la legge consente ai mutuatari di utilizzare tali risorse come garanzia per i prestiti.

acquisizione, diventando uno strumento finanziario flessibile e vantaggioso per le grandi imprese e le multinazionali.

Anche le *società fornitrici di servizi finanziari o di finanza commerciale* traggono diversi vantaggi da questo strumenti di SCF. Questi vantaggi includono: la possibilità di anticipare fondi con maggiore sicurezza rispetto ai prodotti di prestito tradizionali, una minore probabilità di perdite in caso di insolvenza, rendimenti migliori, prezzi più competitivi e un ridotto costo del capitale.

Il factoring consiste nella vendita delle fatture attraverso un processo chiamato *cessione*, che trasferisce la *proprietà delle fatture* derivanti dalla vendita dal venditore al factor. Questo processo legale rende il factoring diverso da un prestito convenzionale, in cui il denaro viene erogato in base alla garanzia di un bene che rimane di proprietà del mutuatario. Con il factoring, invece, le fatture diventano proprietà del factor, che fornisce il denaro al venditore. Il factor ha la libertà economica di gestire (ad esempio, rivendere) i crediti ceduti che a loro volta potrebbero anche essere cartolarizzati²³. È comune che l'acquirente debba essere informato della cessione perché il processo sia valido. Di conseguenza, la *fattura* (sia in formato cartaceo che elettronico) solitamente riporta un avviso di cessione per informare l'acquirente che il credito è stato venduto al factor e che il pagamento deve essere effettuato a quest'ultimo e non al venditore. In alcuni casi, il factor può anche inviare comunicazioni per ricordare all'acquirente del trasferimento di proprietà. In caso di fatture che non rispettano le condizioni o i limiti previsti (come, ad esempio, il superamento dei limiti dei debitori o una concentrazione del debito presso un unico acquirente superiore alla percentuale concordata), è possibile che non vengano finanziate immediatamente ma che richiedano ulteriori controlli o negoziazioni. Il factor desidera offrire il massimo livello di finanziamento possibile per il venditore e quest'ultimo vuole assicurarsi che lo strumento non limiti il flusso di cassa. Per evitare eventuali impedimenti all'immediato finanziamento, entrambe le parti lavorano insieme prima dell'assegnazione. Il factor può verificare la solidità finanziaria dell'acquirente esaminando le sue referenze creditizie e stabilire un limite di finanziamento appropriato per ogni nuova attività del venditore. Se l'accordo di factoring prevede una copertura del credito, può anche essere stabilito un limite di copertura. Il factor effettuerà regolari controlli del rischio per confermare la validità del debito rappresentato dalle fatture e assicurare che i pagamenti saranno effettuati entro il periodo di credito concordato. Per fare ciò potrà avvalersi di metodi di contatto come telefonate, e-mail, lettere ed estratti conto. Gli accordi riguardanti il processo di riscossione e le tempistiche saranno stabiliti in collaborazione con il venditore. Al momento del pagamento da parte dell'acquirente, questo verrà

²³ La cartolarizzazione è una tecnica finanziaria progettata per trasformare strumenti finanziari non trasferibili in altri strumenti finanziari trasferibili, quindi negoziabili e quindi liquidi.

accreditato sul conto del venditore e registrato correttamente nella gestione del registro delle vendite. Il factor fornirà al venditore il saldo del valore della fattura, al netto delle commissioni di servizio e del costo dello sconto. Capire il funzionamento del factoring per una singola fattura è semplice, ma nel complesso il flusso di fatture, pagamenti al venditore e pagamenti ricevuti dagli acquirenti è molto più articolato. Il principio fondamentale rimane comunque lo stesso: quando vengono assegnate nuove fatture e il venditore riceve i pagamenti, il saldo totale del conto anticipi aumenta. Viceversa, quando gli acquirenti effettuano i pagamenti, il saldo totale diminuisce. Il conto anticipi si comporta in questo senso come uno scoperto di conto corrente, con il saldo che aumenta con i pagamenti effettuati e diminuisce con i pagamenti ricevuti. A fare la differenza è il fatto che si tratta nel nostro caso di pagamenti per l'acquisto delle fatture e non di un prestito su di esse.

2.2 Tipologie di factoring

Il factoring si presenta in diverse forme e tipologie ognuna delle quali si rivolge a esigenze finanziarie diverse e presenta vantaggi e svantaggi specifici. In questo paragrafo saranno presentate le principali.

2.2.1 Factoring pro-solvendo

Il *Factoring pro solvendo* è la tipologia più comune e diffusa di factoring utilizzata. Il factor acquista le fatture del venditore, fornendoli fondi a fronte di crediti approvati e riscuotendone il denaro dagli acquirenti alla *scadenza dei debiti*. Il factor si assume la responsabilità di mantenere il registro delle vendite:

- rintracciando i debitori;
- inviando regolarmente estratti conto;
- assegnando i pagamenti ricevuti a fronte dei saldi in sospeso;
- segnalando regolarmente ai propri clienti i movimenti del registro delle vendite.

Il factor, grazie alla sua vasta esperienza nella *gestione dei crediti*, può offrire un servizio molto prezioso che non è disponibile con il tradizionale scoperto bancario. Tuttavia, non si tratta di un'agenzia di recupero crediti anche se molti di essi possono avvalersi di tali servizi in caso di necessità. La differenza sta nel fatto che un'agenzia di recupero crediti è incaricata di riscuotere crediti insoluti o in difficoltà, mentre il factor gestisce crediti sani e attivi.

Il *factoring pro solvendo* implica un pagamento anticipato al venditore in una percentuale concordata per un periodo prestabilito. La clausola "*pro solvendo*" o "*ricorso*" significa che, nonostante il factor

sia il proprietario legale del credito e abbia il *diritto economico di disporre*²⁴, in caso di insolvenza dell'acquirente l'azienda cedente deve saldare il debito nei confronti del factor. Questo può comportare un rischio per il venditore nel caso in cui il suo cliente diventi insolvente o cessi l'attività. Il debito è finanziato per un periodo prestabilito, in genere 90 giorni dopo la scadenza del credito. Se la fattura non è stata pagata alla fine di questo periodo, il pagamento anticipato può essere ritirato e il venditore può essere tenuto a rimborsarlo. Di solito, il rimborso viene effettuato detraendo dal pagamento anticipato creato da una fattura più recente o dai pagamenti ricevuti dall'acquirente.

La responsabilità della *valutazione del credito* dei potenziali acquirenti è a carico dei venditori, che hanno la libertà di decidere a quali di essi concedere le condizioni di credito e a quale livello. Tuttavia, tale processo viene solitamente supportato dal factor, il quale dispone di informazioni sul credito e fornisce consulenza per orientare la scelta. Il venditore è anche tenuto a garantire la completezza del pagamento della fattura emessa, e in caso di eventuali disaccordi, sarà obbligato a rimborsare al factor il prezzo di acquisto anticipato. In alcuni contratti di "Factoring pro solvendo", è prevista la protezione del venditore da eventuali crediti inesigibili attraverso l'utilizzo di una *polizza di assicurazione* del credito. In questi casi, la proprietà della polizza è trasferita al factor, che si avvale di essa per il controllo del rischio associato ai crediti assicurati. La combinazione di factoring pro solvendo e di assicurazione del credito rappresenta un meccanismo molto simile per il venditore a quello del *factoring pro-soluto*, poiché entrambi consentono di trasferire la responsabilità del rischio di credito al factor.

2.2.2 Factoring pro-soluto

Il *Factoring pro-soluto*, che è prevalentemente simile al factoring pro solvendo, fornisce i medesimi servizi di quest'ultimo. Nel factoring pro-soluto, il factor assume il rischio finanziario associato a eventuali insuccessi degli acquirenti del venditore, si fa carico di eventuali crediti inesigibili entro i limiti concordati individualmente. Inoltre, il finanziamento non viene ritirato alla scadenza di un periodo prestabilito, poiché il factor assume la piena responsabilità del rischio di credito. Il factor sottopone ogni acquirente a un'attenta valutazione e stabilisce un "*limite di debitori*" specifico per ciascuno di essi. Dopo la conferma, il factor classifica come "*approvate*" le fatture che non superano tale limite, lasciando solitamente a carico del venditore tutte le operazioni che, al contrario, lo superano. Tutte le fatture che rispettano il limite concordato per i debitori sono *protette contro i crediti*

²⁴ "Diritto economico di disporre" è un'espressione che si riferisce al diritto di un individuo o di un'azienda di disporre liberamente di un proprio beni o risorse economiche. Questo significa che la persona o l'azienda ha il controllo esclusivo su come utilizzare i propri beni e che non è soggetta a restrizioni da parte del governo o di altre autorità. Questo diritto è protetto dalla legge e può essere limitato solo in casi specifici, come ad esempio per ragioni di sicurezza pubblica o per proteggere gli interessi della comunità.

inesigibili, il che significa che qualsiasi perdita per crediti inesigibili viene assorbita dal factor piuttosto che dal venditore. La copertura del credito si applica solo ai casi di mancato pagamento per *inadempienza* e non copre le dispute o il rifiuto di pagare per altre ragioni. Analogamente al factoring pro solvendo, in caso di mancato pagamento, il venditore è obbligato a riacquistare la fattura dal Factor. Per questo motivo, alcuni preferiscono descrivere il prodotto come “Factoring con protezione del credito”.

2.2.3 Maturity Factoring

Nel *Maturity Factoring*, il fornitore riceve il pagamento dei crediti in una data precisa e fissata, che generalmente è stabilita in base ai tempi medi di pagamento del debitore. Questa forma di factoring può essere *pro solvendo* o *pro soluto* e permette al fornitore di pianificare e ottimizzare i flussi di cassa, di delegare la gestione dei crediti a un esperto e di estendere i termini di pagamento (con un conseguente effetto positivo sulla vendita) senza ulteriori costi. Questa forma di finanza commerciale è frequentemente utilizzata in Italia²⁵.

2.2.4 Reverse Factoring o Factoring to supplier

In questa modalità di finanziamento commerciale, viene instaurato un *accordo* tra il factor e un acquirente dotato di una buona reputazione creditizia. Il factor, valutando la solvibilità dell'acquirente e avendo conoscenza dell'identità dei suoi fornitori, si rivolge a questi ultimi proponendo loro un contratto di factoring che riguardi un unico debitore, ovvero l'acquirente in questione, attraverso il *Reverse factoring*.

Nel reverse factoring, il factor sottoscrive un contratto con l'acquirente che gli fornisce una lista di fatture approvate che quest'ultimo sarà tenuto a pagare nelle settimane o nei mesi a venire. Questa lista consente al factor di proporre ad ogni fornitore un'opzione di *sconto (pro-soluto) sulle sue fatture*. Il fornitore ha la possibilità di accettare l'offerta per l'intero importo delle fatture o solo per alcune di esse, oppure di rifiutare l'offerta. In quest'ultimo caso, al momento della scadenza, il factor trasferirà i fondi sul conto bancario del fornitore. Se il fornitore accetta lo sconto, dovrà inviare al factor la proposta firmata, il quale provvederà al *pagamento anticipato (al netto delle commissioni e degli interessi)* sul conto bancario del fornitore. Con il reverse factoring *il fornitore ottiene una linea di finanziamento aggiuntiva e l'acquirente esternalizza il suo carico di lavoro per i pagamenti*.

Le diverse tipologie di factoring presentate in questa analisi offrono diverse soluzioni ai bisogni finanziari delle imprese. Il factoring tradizionale o il reverse factoring, per esempio, sono strumenti

²⁵ Dati di mercato resi disponibili da EU Federation su loro ricerche di mercato.

utili per la gestione delle fatture e del credito commerciale, ma ognuno di essi presenta vantaggi e svantaggi specifici che le imprese sono tenute a valutare in base alle proprie esigenze.

È importante sottolineare che queste tipologie SCF non sono mutuamente esclusive e che è possibile combinarle in modo da creare soluzioni più complesse e personalizzate. Ad esempio, un'impresa potrebbe utilizzare il factoring tradizionale per finanziare il proprio fabbisogno corrente e il reverse factoring per gestire le relazioni con i propri fornitori. Nel paragrafo 3.5 verrà fornito un esempio di utilizzo combinato di diverse tipologie di factoring, con un'analisi del funzionamento di alcuni strumenti creati dalla Hoshin Corporate Finance.

In definitiva, non esiste una tipologia di factoring ideale in assoluto, ma la scelta dipende dalle specifiche esigenze di ogni impresa. È quindi importante che le imprese valutino attentamente le opzioni disponibili e lavorino con un professionisti del settore per identificare la soluzione più adeguata ai loro bisogni finanziari.

2.3 Accounting, Reporting e Risk Management del factoring

In Italia il contratto di factoring è regolato dalla Legge n° 52 del 21.02.1991 (“*Disciplina della cessione dei crediti di impresa*”) che ha integrato la regolamentazione contenuta negli artt. 1260 e seguenti del Codice civile. Con questa legge il legislatore ha:

- previsto la possibilità di cedere crediti anche prima della stipula dei contratti dai quali sorgeranno;
- consentito la cessione anche in massa di crediti esistenti e futuri;
- introdotto facilitazioni nel regime d'opponibilità delle cessioni ai terzi.

L'attività di factoring è ammessa al mutuo riconoscimento ed è riservata, ai sensi del *Testo Unico Bancario e della Legge 52/91*, alle banche e agli intermediari finanziari iscritti negli albi tenuti dalla Banca d'Italia e da questa autorizzati ad operare e vigilati. Nel 2014 e 2016 due decreti Legge sono intervenuti con un ampliamento dell'ambito soggettivo della L.52/91 per includerne l'applicazione alle società di *factoring captive*: può assumere la qualifica di cessionario anche un soggetto, costituito in forma societaria, che svolge l'attività di acquisto di crediti vantati nei confronti di terzi da soggetti del proprio gruppo che non siano intermediari finanziari o vantati da terzi nei confronti di soggetti del gruppo di appartenenza.

Il metodo tradizionale per l'individuazione delle operazioni di factoring all'interno del bilancio di una società di factoring si fonda sulla cessione e sull'acquisto delle fatture, attraverso le quali viene trasferita la proprietà delle stesse. In virtù di tale procedura, le fatture cedute e acquistate vengono riconosciute nel bilancio della società di factoring come componenti dell'attivo circolante al loro valore nominale. Gli importi residui ancora da corrispondere ai clienti, ovvero il saldo del prezzo di acquisto non ancora pagato anticipatamente, vengono invece riconosciuti nel bilancio come passività a breve termine, estinguibili con il pagamento da parte dei debitori al factor. A questo punto, il factor è tenuto a fornire ai clienti i saldi residui così incassati. Il suddetto modello convenzionale risulta ampiamente diffuso, tuttavia esso è soggetto a diverse variazioni di natura formale, soprattutto alla luce dei principi IFRS che contemplano una *distinzione artificiale* tra i trattamenti *pro solvendo* e *non pro solvendo*.

Indipendentemente dalle normative contabili - che solitamente sono stabilite dalle società di factoring, dai loro consulenti e dalle convenzioni proprie di una particolare giurisdizione - è presumibile che il factor metta a disposizione una serie di procedure di rendicontazione atte a caratterizzare i portafogli dei propri clienti e debitori. Il factor adopererà tecnologie avanzate per individuare le tendenze e gli eventi di natura micro e macro, ad esempio attraverso l'assegnazione dei livelli e il calcolo dei giorni di insoluto in base al settore di appartenenza dei clienti e del portafoglio. A livello del singolo *cliente*, il factor potrà monitorare vari fattori quali il **livello di affidabilità**, **la concentrazione dei debitori**, **la diluizione** (ovvero la diminuzione dell'ammontare del debito esigibile derivante da contestazioni o deduzioni), i **livelli delle note di credito**, **la performance di incasso**, **la durata media della relazione con il cliente** e la **redditività**.

Lato *debitori*, il factor potrà monitorare la **solvibilità creditizia** e la **performance di pagamento dei remittenti**. A livello di portafoglio aziendale, il factor svolgerà attività di monitoraggio sui volumi complessivi, gli incassi, la redditività e le provvigioni per i crediti inesigibili e dubbi. Sarà effettuata una valutazione del rischio di credito associato al portafoglio, con i "factor" che operano in un ambiente conforme alle linee guida di Basilea e utilizzando un approccio avanzato di valutazione interna che classificherà il rischio e monitorerà i dati di PD, EAD e LGD²⁶. In generale, i factor

²⁶ La misurazione del rating interno è fondamentale per la determinazione del rischio e l'erogazione del credito. Il risultato finale dipende dal coefficiente di ponderazione, con Basilea 2 il modo di determinare tale coefficiente diventa più complesso e allo stesso tempo più accurato e determinante. Tale coefficiente dipende dal risultato di un modello interno calcolato dalla banca. I parametri che determinano il rischio con il metodo dei rating interni sono i seguenti:

- *Probability of Default (PD)* è la probabilità d'insolvenza, cioè la probabilità che il debitore sia inadempiente, al termine di un periodo di riferimento che di solito è di un anno;
- *Loss Given Default (LGD)* rappresenta, la perdita in caso d'insolvenza, la percentuale di credito che si stima di perdere qualora si verifichi l'inadempienza;

presentano un'affiliazione con istituti bancari o fanno parte di gruppi bancari, il che consente loro di beneficiare dell'accesso alle risorse finanziarie necessarie per offrire servizi di factoring e gestire il rischio associato. In relazione alla valutazione del rischio di insolvenza dei debitori, i factor hanno diverse opzioni a disposizione. Possono utilizzare una valutazione interna, come già menzionato, che segue criteri e metriche interne sviluppate dall'istituzione in linea alle linee guida di Basilea. In alternativa, possono fare affidamento su piattaforme esterne specializzate nel rating, come ModeFinance, che offrono servizi di valutazione del rischio. In alcuni casi, i factor possono adottare un approccio combinato, utilizzando sia una valutazione interna che il supporto di piattaforme esterne di rating. Questo approccio integrato consente loro di beneficiare delle competenze specializzate delle piattaforme esterne e di integrare tali informazioni con la propria valutazione interna, al fine di ottenere una visione più approfondita e affidabile del rischio associato ai debitori. Dopo un'attenta analisi, i factor sono in grado di valutare il rischio di insolvenza di un debitore. Inizialmente, possono considerare l'opportunità di acquistare o meno le fatture a carico del debitore. Alternativamente, possono valutare l'applicazione di un tasso di sconto alle fatture a carico del debitore, riflettendo così il rischio di insolvenza e ottenendo un rendimento adeguato.

Il factor adopererà una sofisticata serie di strumenti tecnologici e di competenze esperienziali per gestire il proprio portafoglio e la complessa gamma di rischi associati alla fornitura di finanziamenti del capitale circolante. Il successo in tale attività richiede una profonda comprensione, consapevolezza e sensibilità delle dinamiche finanziarie e creditizie. Pertanto, il factoring non può essere considerato un semplice prodotto finanziario, bensì una tecnica che, offrendo vantaggi sia agli utenti che ai fornitori, consente di ottenere finanziamenti sicuri e di maggior entità per le imprese del mondo reale, nonché di effettuare operazioni più stabili e sostenibili per il fornitore.

Il factoring costituisce una soluzione di finanziamento a bassa perdita in caso di insolvenza, come attestato dalle ricerche condotte dall'EU Federation e Factoring and Commercial Finance Industry e pubblicate nel Whitepaper (2019). Tuttavia, nonostante il livello di bassa insolvenza, il factoring non può ritenersi esente da rischi e si fonda invece su un lungo processo di apprendimento collettivo, conoscenza, esperienza ed abilità che ne hanno consentito la posizione raggiunta oggi. I tipi di rischio

-
- *Exposure at Default (EAD)* l'esposizione creditizia al momento dell'inadempienza, esprime un andamento futuro dell'esposizione al rischio;
 - *Maturity (M)* la durata effettiva del credito.

Con una serie di combinazioni dei parametri appena descritti il valore del coefficiente di ponderazione può essere significativamente inferiore oppure superiore al 100%, sempre riferendosi alle stime assegnate ai parametri che lo determinano.

possono essere classificati in due classi principali: quelli che riguardano principalmente il *cliente* e quelli che derivano principalmente dal *debitore*.

Per quanto riguarda il *rischio lato cliente*, il factor affronta il rischio finanziario di effettuare anticipi che potrebbero non essere recuperati a causa di fatture inesigibili o del mancato pagamento da parte dei debitori dell'acquirente. Tale esposizione al rischio si presenta quando il factor anticipa i fondi al cliente venditore sulla base di fatture che potrebbero diventare inesigibili, in quanto oggetto di controversia o a causa di una cattiva qualità o quantità dei beni o dei servizi forniti. Inoltre, il rischio finanziario per il factor può aumentare se il cliente venditore devia i fondi dovuti dal debitore dell'acquirente al factor. Le fatture possono diventare non esigibili a causa di una controversia che comporta un mancato pagamento. Tale controversia può derivare da una discrepanza nella quantità, nella qualità o nella natura dei beni o dei servizi forniti rispetto a quelli fatturati, oppure dalla fornitura di beni e servizi che non soddisfano gli standard concordati o che sono difettosi. Il venditore-cliente potrebbe emettere fatture fraudolente su beni o servizi incompleti o addirittura immaginari, sia in assenza che in presenza di un accordo con l'acquirente-debitore. Nel caso in cui il factor, ovvero la società di factoring, anticipi fondi basandosi su tali fatture, queste risulteranno inesigibili. Il cliente potrebbe persino avvisare i debitori che il pagamento dev'essere effettuato direttamente a lui piuttosto che alla società di factoring, il che porterebbe ad un doppio pagamento per la fattura. Il factor adotterà una serie di sofisticati meccanismi per valutare e controllare il rischio associato alla propria attività, tra cui tecniche di sottoscrizione iniziale, monitoraggio e controllo continuo, audit dei clienti, verifica sia automatica che manuale delle fatture e dei conti, nonché analisi delle tendenze e confronti con i competitor del settore. Nell'ipotesi in cui l'azienda A vende una partita con molte unità difettose all'azienda B, che rifiuta il pagamento a causa dei difetti riscontrati, si entrano in dinamiche più complesse. In teoria, l'emissione della fattura avviene al momento della consegna del bene al cliente, a meno che non siano in vigore politiche di reso specifiche che possono influenzare il momento dell'emissione. Se il cliente non può richiedere un reso per la percentuale specificata di difettosità, possono essere adottate soluzioni come l'emissione di una nota di credito o l'applicazione di uno sconto sulla fattura successiva. Tuttavia, questa situazione richiede una comunicazione e una negoziazione tra le parti interessate per arrivare a una risoluzione accettabile. In questo modo, si cerca di superare l'impasse e di trovare una soluzione che soddisfi entrambe le parti coinvolte, garantendo nel contempo la corretta gestione delle operazioni commerciali.

Lato debitore invece, il principale rischio che il venditore e il factor devono affrontare è rappresentato dalla solvibilità degli acquirenti del cliente, ovvero la loro capacità di effettuare i pagamenti dovuti. Per valutare l'affidabilità creditizia dei clienti, il factor adopererà una serie di metodi, che

comprenderanno una selezione di indicatori. Questi ultimi potrebbero includere informazioni provenienti da agenzie di riferimento professionale per il credito, informazioni archiviate e gestionali di natura contabile, rapporti statutari - laddove le informazioni siano contenute in registri governativi centralizzati - e l'analisi della performance di pagamento e dell'esperienza operativa passata dei clienti. Basandosi sulle informazioni raccolte, la società di factoring stabilirà un limite per i debitori che riterrà adeguato al livello di rischio di credito. In un ambiente non "pro soluto", ovvero in un contesto in cui non vi sia una garanzia di copertura del credito, tale limite rappresenterà generalmente il massimo livello di finanziamento disponibile per il venditore. Tuttavia, il venditore può beneficiare di una copertura del credito, per mezzo di un contratto assicurativo terzo, che proteggerà sia il venditore che il factor da eventuali perdite per inadempienza del credito in caso di fallimento del debitore. Qualora il cliente richieda un finanziamento di livello superiore al limite del debitore, il factor potrebbe valutare l'opzione di fornirlo senza copertura. In un contesto di factoring, che si concentra sulla soluzione dei problemi finanziari, il factor può decidere di concedere un finanziamento più elevato se il debitore presenta altre caratteristiche che compensano il rischio, ad esempio un debito che rappresenta una percentuale molto ridotta del portafoglio in essere. I limiti di debito sono soggetti a periodiche revisioni al fine di riflettere l'attuale livello di rischio. Inoltre, il factor adotta un approccio attivo di controllo del livello di finanziamento di ogni singolo debitore, in modo da evitare che il finanziamento rappresenti una percentuale troppo elevata del debito complessivo in essere. Questo tipo di gestione mira a limitare il rischio di concentrazione, permettendo di prevenire perdite e assicurando che il sistema possa sopravvivere anche in caso di fallimento di un singolo debitore. Questo approccio si differenzia da quello tradizionale di concessione di prestiti, che si basa esclusivamente sulle prestazioni passate e sulle previsioni operative, e spiega in parte perché il factoring ha una performance superiore in termini di accantonamenti.

In conclusione, il factoring è uno strumento finanziario estremamente utile per le imprese che necessitano di liquidità immediata e vogliono liberarsi dalle incombenze amministrative legate alla gestione dei propri crediti. Grazie al factoring, le imprese possono cedere i propri crediti a una società specializzata, che si occuperà di riscuoterli e di assumersi il rischio di eventuali insolvenze dei debitori. Si è potuto constatare come a differenza di altre tipologie di SCF può inoltre fornire vantaggi come valutazioni sull'affidabilità creditizia degli acquirenti a cui il venditore vende, servizi di gestione del registro delle vendite e di incasso, copertura del credito. L'utilizzo del factoring può favorire la generazione di cassa e la crescita dell'impresa, poiché come si è potuto evidenziare, permette di ottenere un EBIDTA margin migliore sfruttando lo sconto cassa e di ridurre la propria

leva finanziaria cedendo il credito e ottenendo pertanto liquidità, senza un debito di breve termine in bilancio in caso di utilizzo di factoring pro-soluto.

Tuttavia, la qualità dell'impresa e dei suoi clienti è fondamentale per il factor che applica tassi differenti in base alla qualità dell'impresa. Ciò può comportare una creazione o una distruzione di valore, impattando sull'EBITDA in modo positivo o negativo e successivamente sull'EBT²⁷. Si cercherà di stabilire una relazione positiva tra la "qualità" delle imprese che utilizzano il *factoring in modo continuativo* e quelle che non lo utilizzano. Si indagherà inoltre se la buona salute dell'impresa in termini di marginalità operativa lorda (EBITDA) e bassi livelli di distress (PFN/EBITDA) possa essere direttamente correlata all'utilizzo del factoring.

Il mercato del credito e del factoring è in continua evoluzione, e il prossimo capitolo si concentrerà proprio su questo aspetto. Saranno esaminate le tendenze attuali del mercato, le sfide e le opportunità per le imprese che operano in questo settore, e le strategie che le aziende possono adottare per ottenere il massimo beneficio dal factoring stesso.

²⁷ Earnings Before Tax (EBT): indica l'utile aziendale prima delle imposte. Si tratta di un indicatore finanziario importante, poiché tiene conto degli utili dell'azienda senza considerare l'impatto fiscale.

3 SCENARIO DEL MERCATO DEL CREDITO ITALIANO

Questo capitolo si concentrerà sull'analisi del mercato del credito e del mercato del factoring negli ultimi anni. In particolare, sarà analizzato il mercato del factoring in Europa ed in Italia per mezzo di dati forniti da Assifact. Ci concentreremo successivamente sul ruolo dell'EU Federation, l'organizzazione europea che si occupa di rappresentare gli interessi dell'industria del factoring, di Assifact e della Hoshin Corporate Finance S.r.l., due importanti realtà italiane che operano rispettivamente nel campo del factoring e del financial advisory. Verranno esplorati il loro ruolo nell'ecosistema finanziario italiano e il contributo che possono dare alla crescita dell'industria del factoring nel nostro paese.

3.1 Mercato del credito post 2008

Dalla seconda metà del 2009 i rapporti di indebitamento delle società non finanziarie sono gradualmente diminuiti rispetto agli elevati livelli di indebitamento accumulati in precedenza.

Ciò è avvenuto in un contesto mutato allo scoppio della crisi finanziaria alla fine dell'estate del 2007 e ormai caratterizzato da un sostanziale aumento del rischio di credito e dell'avversione al rischio, oltre che da maggiori preoccupazioni sulla sostenibilità del debito in generale.

Standard di credito più rigidi applicati dalle banche hanno frenato la crescita dei prestiti bancari al settore delle imprese non finanziarie. Ciò ha contribuito alla riduzione della leva finanziaria da parte delle imprese, ma anche a un cambiamento nella struttura del capitale delle imprese nel loro complesso verso una quota inferiore di finanziamenti bancari rispetto a quelli basati sul mercato.

A livello generale, per l'Eurozona ma anche per gli USA, la contrazione del credito avvenuta dopo la crisi finanziaria del 2008 e che caratterizza l'attuale scenario del credito è pertanto dovuta a 3 principali fattori:

- Standard più rigidi richiesti dalle banche per l'accesso al credito;
- Aumento dei tassi di interesse della banca centrale;
- Elevato accumulo di debito nel tempo da “smaltire”.

3.1.1 Basilea III e i nuovi requisiti patrimoniali

L'accesso al credito, dopo il *credit crunch*, ha richiesto per le imprese requisiti patrimoniali standard più rigidi. Il *Comitato di Basilea*²⁸, infatti, per far fronte alla crisi finanziaria globale, pubblicò originariamente nel dicembre 2010 un quadro di riforme, meglio conosciute sotto in nome di Basilea III, con l'intento di rendere il sistema bancario più resiliente. Tra le principali innovazioni introdotte da Basilea III ci sono i requisiti di capitale bancario più elevati, l'ulteriore miglioramento della gestione del rischio di credito, l'introduzione di nuovi requisiti di liquidità e il rafforzamento della trasparenza e della vigilanza bancaria.

I requisiti patrimoniali più elevati introdotti da Basilea III hanno avuto un impatto significativo sull'accesso al credito per le imprese. Per poter rispettare tali requisiti, molte banche hanno infatti dovuto aumentare il proprio capitale, riducendo di conseguenza la disponibilità di finanziamenti per le imprese. Nello specifico i requisiti patrimoniali richiesti dalle banche sono stati i seguenti:

1. **Requisiti patrimoniali adeguati:** gli istituti di credito devono mantenere un livello di patrimonio sufficiente per coprire i rischi di credito, di mercato e operativi.
2. **Adeguata copertura del rischio di credito:** gli istituti di credito devono utilizzare metodologie appropriate per valutare il rischio di credito associato ai prestiti e ad altri strumenti finanziari.
3. **Copertura adeguata del rischio di mercato:** gli istituti di credito devono adottare misure per valutare e gestire il rischio di mercato associato alle attività negoziate e non negoziate.
4. **Copertura adeguata del rischio operativo:** gli istituti di credito devono adottare misure per valutare e gestire il rischio operativo associato alle attività commerciali.
5. **Copertura adeguata del rischio di liquidità:** gli istituti di credito devono gestire il rischio di liquidità in modo adeguato e mantenere livelli adeguati di liquidità per far fronte alle necessità di finanziamento.

²⁸ Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria è un'organizzazione internazionale istituita dai governatori delle Banche centrali dei dieci paesi più industrializzati (G10) alla fine del 1974, che opera sotto il patrocinio della Banca dei Regolamenti Internazionali. Il suo scopo era quello di promuovere la cooperazione fra le banche centrali ed altre agenzie equivalenti allo scopo di perseguire la stabilità monetaria e finanziaria. I membri attuali del Comitato provengono da Belgio, Canada, Francia, Germania, Italia, Giappone, Lussemburgo, Paesi Bassi, Spagna, Svezia, Svizzera, Regno Unito e Stati Uniti e da altri 14 Stati del mondo. Il comitato coordina la ripartizione delle responsabilità di vigilanza fra le autorità nazionali, per attuare la supervisione delle attività bancarie a livello mondiale. Ha sede a Basilea e si riunisce 4 volte all'anno.

6. **Monitoraggio e supervisione prudenziale:** gli istituti di credito devono essere soggetti a un monitoraggio e a una supervisione prudenziale adeguati da parte delle autorità di regolamentazione.
7. **Coerenza e confrontabilità:** le autorità di regolamentazione devono adottare misure per garantire che i requisiti di Basilea III siano applicati in modo coerente e confrontabile in tutto il mondo.
8. **Flessibilità e adattabilità:** le autorità di regolamentazione devono adattare i requisiti di Basilea III alle specifiche circostanze del mercato e alla situazione degli istituti di credito.
9. **Trasparenza e comunicazione:** le autorità di regolamentazione devono comunicare in modo trasparente i requisiti di Basilea III e le loro decisioni riguardo alle misure di vigilanza prudenziale.

Come già anticipato le principali differenze tra Basilea III e Basilea II in termini numerici riguardano i requisiti di capitale bancario, la gestione del rischio di credito, i requisiti di liquidità e la trasparenza e la vigilanza bancaria. Nello specifico:

- **Requisiti di capitale bancario:** Basilea III ha introdotto requisiti di capitale bancario più elevati rispetto a Basilea II. In particolare, il requisito minimo di Common Equity Tier 1 (CET1) è stato aumentato dal 2% al 4,5% e il requisito complessivo di capitale di livello 1 è stato portato dal 4% al 6%. Inoltre, è stato introdotto un nuovo requisito di capitale di livello 1 aggiuntivo del 2,5% per coprire il rischio di perdite improvvise su attività negoziate.
- **Gestione del rischio di credito:** Basilea III ha introdotto nuove metodologie per la valutazione del rischio di credito. In particolare, è stato introdotto il concetto di rating interno (*Internal Ratings-Based, IRB*) che permette alle banche di utilizzare i propri modelli per valutare il rischio di credito, purché questi siano approvati dalle autorità di vigilanza. Basilea III ha inoltre integrato un nuovo metodo per la valutazione del rischio di controparte (*Counterparty Credit Risk, CCR*) per le attività di trading che richiede alle banche di mantenere una copertura adeguata del rischio di controparte.
- **Requisiti di liquidità:** Sono stati introdotti nuovi requisiti di liquidità per le banche, al fine di garantire che queste ultime abbiano accesso a sufficiente liquidità in caso di tensioni sul mercato. In particolare, Basilea III ha aggiunto il *Liquidity Coverage Ratio (LCR)*, che

richiede alle banche di mantenere una copertura di liquidità sufficiente per far fronte alle necessità di finanziamento per un periodo di 30 giorni.

- **Trasparenza e vigilanza bancaria:** nuove norme sono state approvate al fine di aumentare la trasparenza e la vigilanza bancaria. Alcune regole riguardano in particolare la divulgazione delle informazioni relative ai rischi, con l'obiettivo di aumentare la trasparenza per gli investitori e i risparmiatori. Basilea III ha inoltre rafforzato il ruolo delle autorità di vigilanza nel monitorare le banche e nel garantire il rispetto delle norme.

L'elenco puntato appena presentato offre una lista non esaustiva delle principali differenze numeriche tra Basilea III e Basilea II. Tuttavia, è bene sottolineare che Basilea III rappresenta un insieme molto più ampio e articolato di regole e principi rispetto a Basilea II, che mira a migliorare la stabilità del sistema finanziario internazionale attraverso una maggiore trasparenza, una gestione più efficace del rischio e requisiti di capitale e liquidità più elevati.

In conclusione, un aumento dei requisiti patrimoniali delle banche implica una maggiore quantità di capitale immobilizzato che erode la quantità di capitale che gli istituti di credito possono erogare a terzi con una conseguente contrazione del credito.

3.1.2 I tassi di interesse della Banca Centrale Europea

Il **secondo fattore** che influenza l'accesso al credito è il tasso di interesse della banca centrale. La Banca Centrale Europea (BCE) assume la responsabilità della politica monetaria nell'area dell'euro dal 1999. Sebbene non sostituisca il ruolo delle banche centrali nazionali, la BCE collabora strettamente con esse. Una delle principali responsabilità della BCE consiste nel garantire la stabilità dei prezzi all'interno dell'area dell'euro. In tal senso, la BCE si impegna a mantenere l'inflazione leggermente al di sotto del 2% annuo, al fine di preservare la stabilità monetaria. Il tasso di interesse applicato dalla Banca Centrale Europea (BCE) è noto come "*tasso refi*" o "*tasso per le operazioni di rifinanziamento*". Esso rappresenta il valore di riferimento che le banche devono pagare quando richiedono prestiti alla BCE per far fronte a situazioni di scarsa liquidità. Gli istituti bancari ricorrono a quest'opportunità in momenti di difficoltà finanziaria. L'andamento dei tassi di interesse interbancari, come ad esempio l'indice *Euribor*, è fortemente influenzato dalle variazioni del *tasso refi*. Di conseguenza, il tasso di interesse applicato dalla BCE costituisce uno strumento efficace per intervenire sui tassi di mercato.

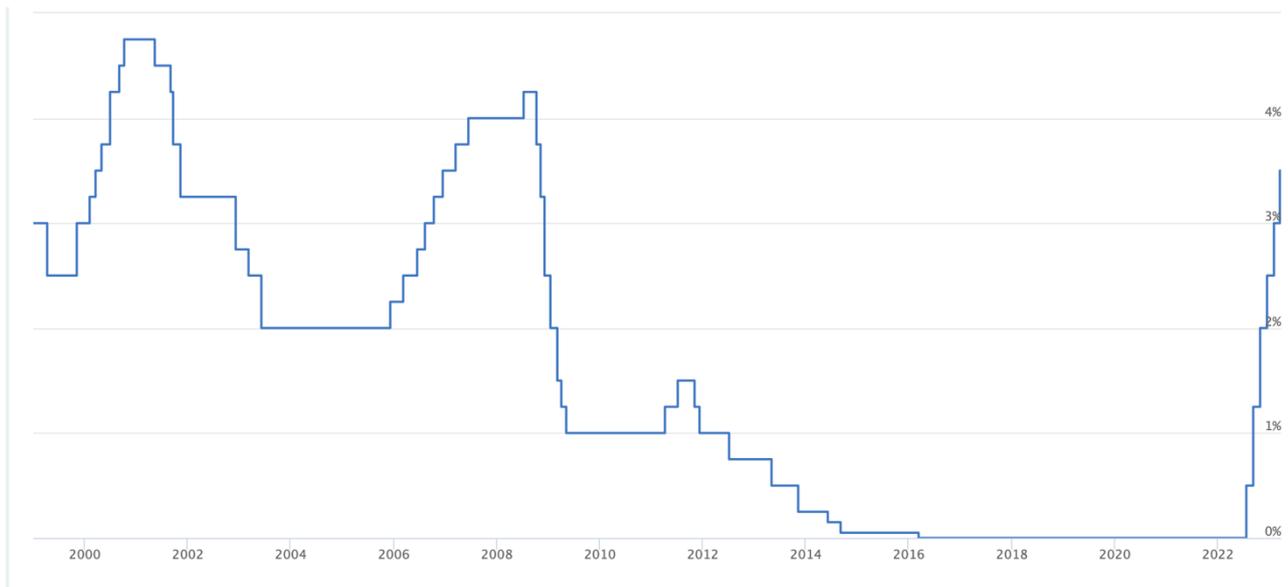


Grafico 1 Andamento del tasso di riferimento (Refi) della Banca Centrale Europea

HICP inflation rate - Overall index
Euro area



Grafico 2 Andamento del tasso di inflazione nell'Eurozona

Dall'osservazione del Grafico 1 si nota un rapido innalzamento dei tassi da parte della BCE che è riconducibile ad una forte inflazione (Grafico 2) legata alla crisi energetica post-guerra Russia-Ucraina. In caso di forte inflazione la politica monetaria della BCE è quella di aumentare il tasso di riferimento giacché tale manovra ha un duplice effetto. Le banche avrebbero più difficoltà a finanziarsi mentre la moderazione della domanda salariale condurrebbe ad una diminuzione delle aspettative di inflazione, permettendo così alle imprese di congelare i prezzi

Come anticipato dal punto di vista del credito per le banche diventa più costoso finanziarsi, i risparmi aumentano e dunque verranno applicati interessi più elevati per imprese e cittadini ottenendo così una riduzione della domanda del credito.

3.1.3 Stock di debito cumulato nel tempo

Un elevato stock cumulato di debito nell'economia globale può avere un impatto significativo sull'accesso al credito futuro per le imprese. Ciò è dovuto al fatto che una grande quantità di debito accumulato a livello globale potrebbe richiedere tempo e risorse finanziarie per essere ripagato. Questo potrebbe ridurre la disponibilità di credito per le imprese, poiché i creditori potrebbero diventare più cauti nel concedere nuovi prestiti a causa del rischio di credito associato.

Inoltre, l'elevato accumulo di debito può innescare un aumento dei tassi di interesse richiesti dai creditori a causa della potenziale eccessiva domanda di credito rispetto all'offerta disponibile. Ciò comporterebbe un aumento dei costi di finanziamento per le imprese, che potrebbero a loro volta limitare gli investimenti e la crescita economica. Le imprese potrebbero trovarsi costrette a destinare una parte significativa delle loro risorse finanziarie per il rimborso del debito esistente anziché impiegarle per investimenti futuri. Questa situazione potrebbe ridurre la loro capacità di generare ulteriori entrate e limitare la loro accessibilità al credito in futuro.

Un elevato stock cumulato di debito nell'economia globale può anche creare instabilità finanziaria a livello sistemico. Quando le imprese e le economie nazionali diventano fortemente indebitate, si rischia che i creditori possano iniziare a diventare eccessivamente nervosi, portando a una crisi finanziaria globale. Tale crisi potrebbe comportare una diminuzione della domanda di credito, riducendo così le opportunità di crescita per le imprese e innalzando i tassi di interesse sui prestiti esistenti. Di conseguenza, si potrebbe verificare un ulteriore incremento dei costi di indebitamento per le imprese e le economie nazionali, creando un circolo vizioso difficile da interrompere. Pertanto, è importante che le imprese sviluppino strategie di gestione del debito solide e sostenibili, che considerino attentamente le implicazioni finanziarie a lungo termine delle loro decisioni di investimento e di finanziamento. Ciò potrebbe includere la diversificazione delle fonti di finanziamento, il monitoraggio regolare del livello di indebitamento e l'implementazione di politiche di riduzione del debito quando necessario o l'utilizzo di strumenti più efficaci per l'accesso al finanziamento come il factoring.

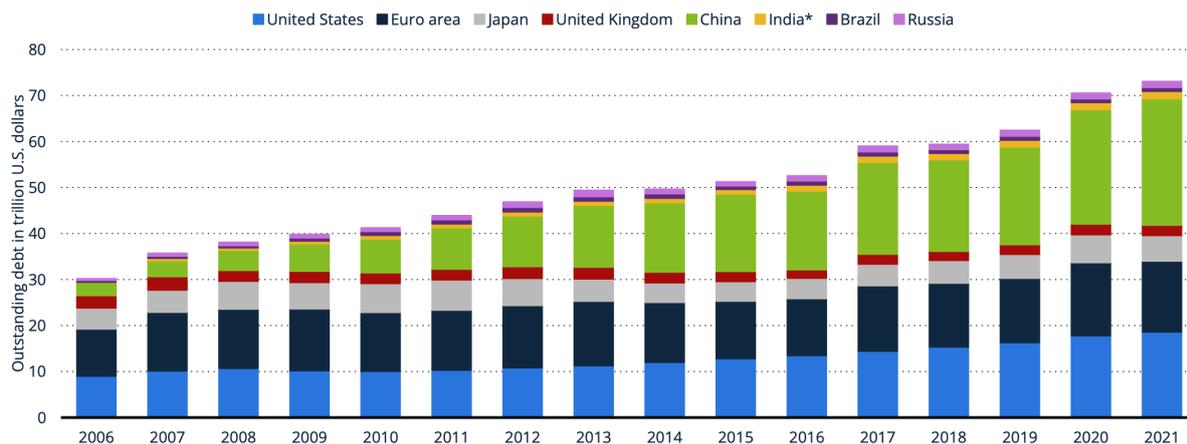


Grafico 3 Debito totale delle società non finanziarie nelle principali economie sviluppate ed emergenti dal 2006 al 2021 (in trilioni di dollari).

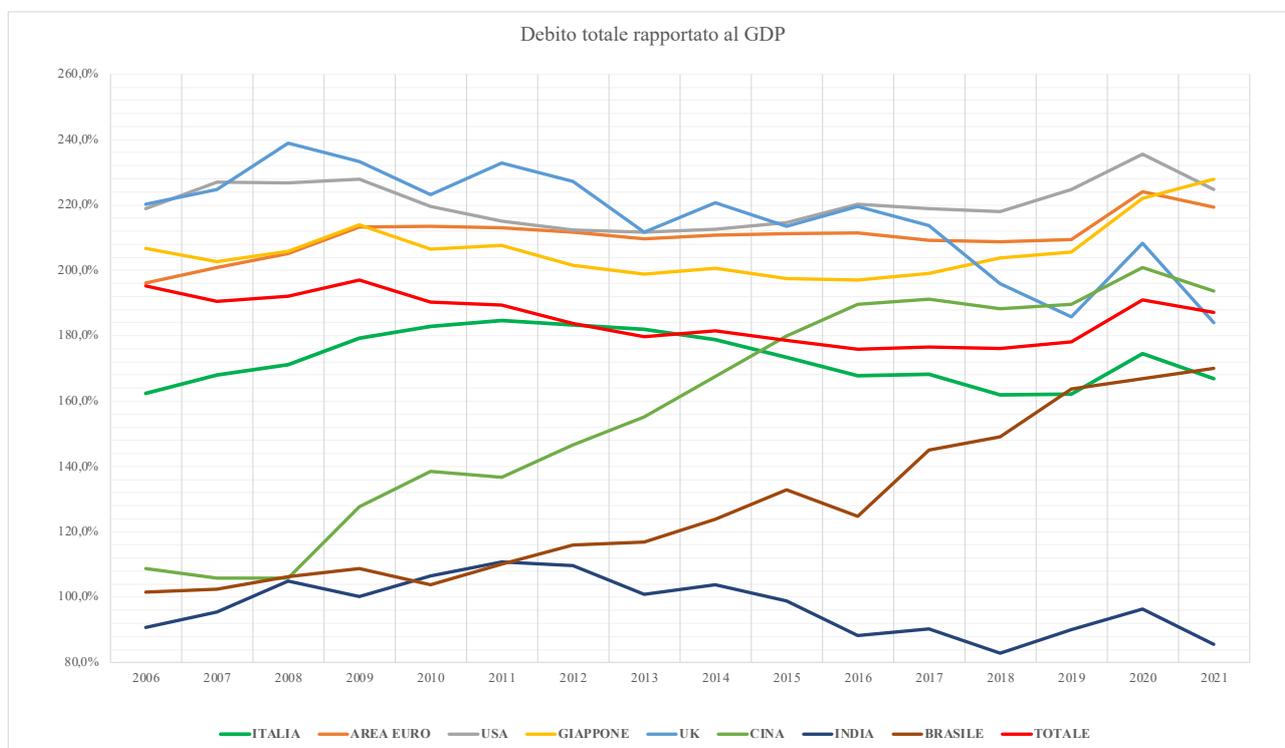


Grafico 4 Debito totale delle società rapportato al GDP nelle principali economie sviluppate ed emergenti dal 2016 al 2021

Nel grafico 3 viene illustrato l'andamento dello stock di debito delle principali economie sviluppate ed emergenti, mentre nel grafico 4 è rappresentato il debito di queste ultime rapportato al PIL. I paesi rappresentanti le economie emergenti come India e Brasile nel tempo hanno visto aumentare in termini assoluti lo stock di debito; tuttavia, l'India ha visto nel tempo una contrazione in termini relativi mentre il Brasile ha presentato una forte crescita del rapporto debito/GDP. La Cina coerentemente alla sua forte politica di sviluppo ed espansione economica ha visto dopo la crisi del 2008 forte crescita del debito in corso anche il relazione al suo GDP; tuttavia, nell'ultimi anni l'aumento di debito sembra essere rallentato e il suo rapporto al GDP risulta essere coerente con le

altre grandi economie presenti nel mondo. Il Giappone, dopo la crisi del 2008 ha visto una riduzione del debito in circolazione anche rapportato al GDP, segno di una contrazione del mercato del credito. Tuttavia, dal 2020 la quantità di debito presente, anche rapportata al GDP è aumentata, coerentemente come gli altri stati, per far fronte alla crisi causata dal Covid-19. L'evoluzione del debito in corso degli Stati Uniti ha mostrato una tendenza simile a quello del Giappone, sebbene con un leggero aumento più pronunciato da fine 2019. Nel Regno Unito (UK), nonostante l'ammontare assoluto del debito in corso sia rimasto costante, il rapporto tra tale debito e il relativo GDP è diminuito significativamente nel corso del tempo, indicando una contrazione nel mercato del credito. Durante il corso degli anni, l'Eurozona ha generalmente mantenuto una tendenza di stabilità nel livello del debito in corso, ad eccezione del periodo del Covid-19 in cui sono stati necessari significativi aumenti per far fronte alla crisi economica. Tuttavia, nel caso specifico dell'Italia, emerge un pattern diverso: dopo la crisi finanziaria del 2008, si è osservata una leggera contrazione nel mercato del credito nel paese. Osservando la totalità, si può notare come seppur in termini assoluti l'outstanding debt nel tempo sia aumentato, rapportandolo al GDP esso è diminuito, in termini relativi, nel tempo (ad eccezione del 2020 in cui si ha un forte aumento causa covid), segnalando una contrazione del mercato del credito e suggerendo che in futuro, dopo l'aumento generale causato dal Covid, esso possa ancora ridursi ad una leva più sostenibile da parte delle imprese

A valle di questa breve analisi sul quadro del credito europeo dopo la crisi finanziaria del 2008 ad oggi è evidente come l'accesso al credito, a causa dei tre macro fattori discussi, stia diventato per le imprese più difficile da ottenere o in altri termini più difficile da sostenere. Per tale ragione strumenti di finanziamento come il factoring possono essere di supporto sulla crescita delle imprese stesse. Quest'ultimo può facilitare l'accesso al credito perché consente alle imprese di ottenere liquidità immediata *senza dover accedere a un prestito bancario o utilizzare altre forme di finanziamento tradizionali*. Inoltre, il factoring può essere particolarmente utile per le imprese che hanno difficoltà ad ottenere prestiti a causa di una scarsa solvibilità o di un basso rating creditizio, giacché i factor si basano sulla solidità dei crediti futuri, dunque sul rating creditizio del cliente, piuttosto che sulla situazione finanziaria dell'impresa stessa.

In generale, il factoring può essere un'opzione interessante per le imprese che hanno bisogno di liquidità immediata per sostenere le proprie attività, migliorare la propria gestione del capitale circolante e/o accedere a nuove opportunità di business, ma che hanno difficoltà ad ottenere finanziamenti tradizionali. Tale soluzione verrà maggiormente approfondita nel paragrafo successivo, con riferimento al mercato Europeo e italiano.

3.2 Mercato del Factoring in EU e Italia

L'obiettivo di questo paragrafo mira a fornire una panoramica sul mercato del factoring italiano ed europeo. Saranno approfondite le caratteristiche principali di questo settore, esaminando l'andamento del factoring negli ultimi anni e le opportunità che esso offre alle aziende italiane per accedere a liquidità immediata.

3.2.1 L'analisi del mercato europeo

Secondo gli studi condotti dalla EU Federation e Assifact, (si veda paragrafo 3.3), nello specifico condotti dal Comitato Economico e Statistico dell'EU Federation, il *turnover*²⁹ totale del factoring nel mercato europeo è stato pari a 2,0 trilioni di € nel 2021, comparato ai 1,8 trilioni di € registrati nel 2020 con una crescita annua del 12% circa. Il mercato europeo del factoring si posiziona al vertice a livello globale, rappresentando circa i due terzi del *turnover* mondiale. L'aumento significativo di tale volume di *turnover*, superiore addirittura ai livelli registrati nel 2019, indica una forte ripresa dopo la diminuzione causata dalla pandemia nel 2020.

Il *tasso di crescita annuale composto (CAGR)* del *turnover* del factoring europeo negli ultimi sei anni è del 6,2%, nonostante la diminuzione registrata in questi anni. Secondo le informazioni ricevute dai membri e dai partner dell'EU Federation, tale recupero è stato possibile grazie alla forte ripresa dell'economia europea, all'aumento dell'inflazione, specie nel secondo semestre dell'anno 2021, all'aumento dei prezzi delle materie prime, dei costi di trasporto e dell'energia. Inoltre, la percezione del factoring come prodotto di finanziamento del capitale circolante ampiamente accettato è aumentata tra le imprese, rendendolo particolarmente importante in periodi di incertezza.

²⁹ Il *turnover* è il flusso lordo dei crediti ceduti dalla clientela alla società di factoring in un determinato intervallo di tempo, ad esempio, un anno. Questo indicatore è il più utilizzato per valutare il livello di attività delle società di factoring, non solo a livello nazionale ma anche internazionale. Secondo le norme contabili che disciplinano le società di factoring, il turnover è considerato un aggregato contabile, che si riferisce ai crediti acquistati ai sensi della Legge 52 o del Codice civile. Ciò significa che il turnover è meno soggetto, rispetto al passato, all'utilizzo di criteri di identificazione e rilevazione non omogenei tra le diverse società di factoring.

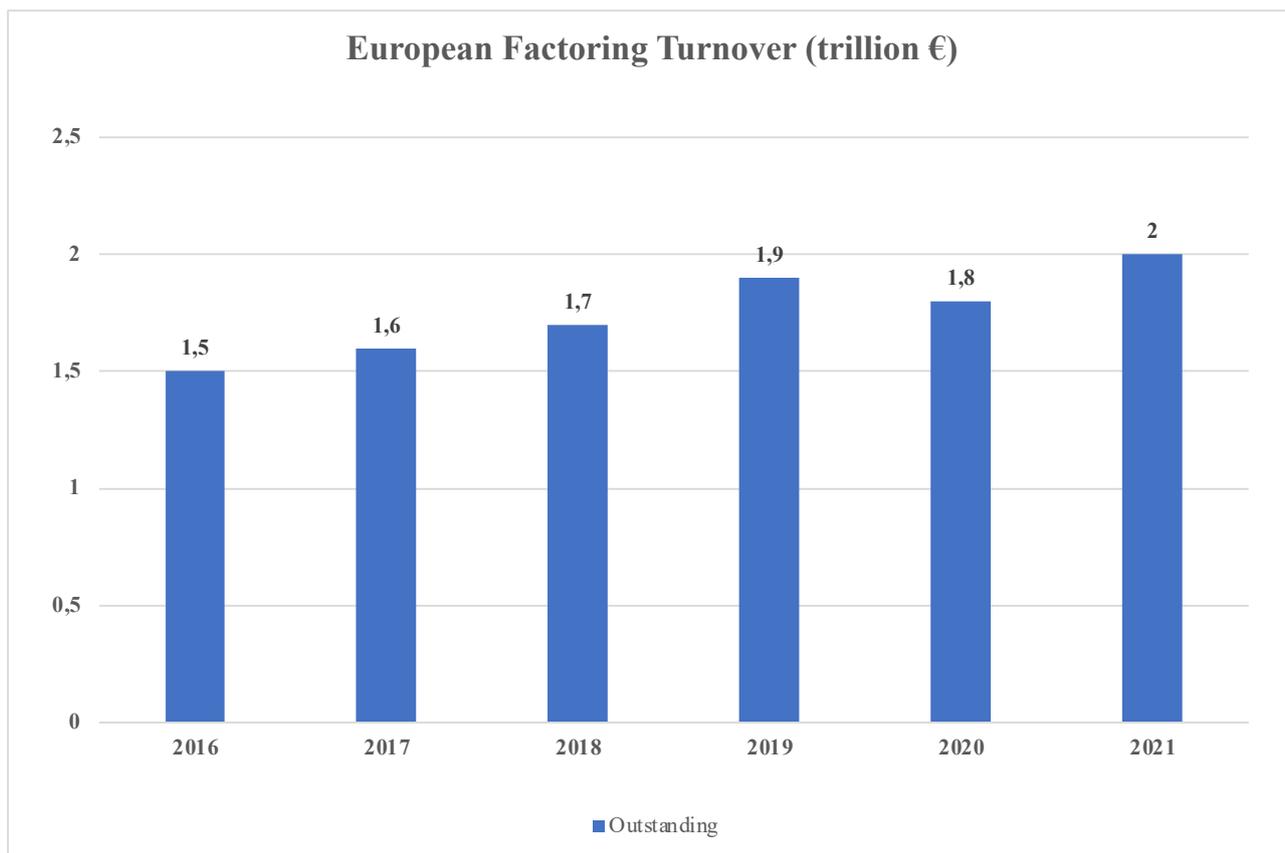


Grafico 5 Evoluzione del turnover del factoring europeo

Il grafico 5 mostra chiaramente il trend della crescita del turnover del factoring europeo espresso in trilioni di euro, presentando sulle ascisse gli anni di riferimento e sulle ordinate il turnover. Come si può evincere dall' Annex 2, considerando esclusivamente i membri ufficiali dell'Unione Europea, i principali paesi per turnover totale e dunque market share sono rispettivamente Francia, Germania, Italia e Spagna. Nel 2021 l'Italia, con ricavi del settore pari a 258,35 miliardi di € e una market share del 12,7% rispetto allo scenario europeo, si è classificata al terzo posto. Se si prendono in considerazione i paesi dell'eurozona, l'Inghilterra si posizionerebbe subito dopo la Francia, facendo scalare di conseguenza l'Italia in quarta posizione. Le prime cinque nazioni europee per adozione del factoring hanno un market share totale del 71,9 % lasciando a tutti gli altri stati una market share del 28,1%. Nel grafico 5 è possibile vedere i principali stati dell'Eurozona e la rispettiva market share.

Market share del factoring nell'eurozona

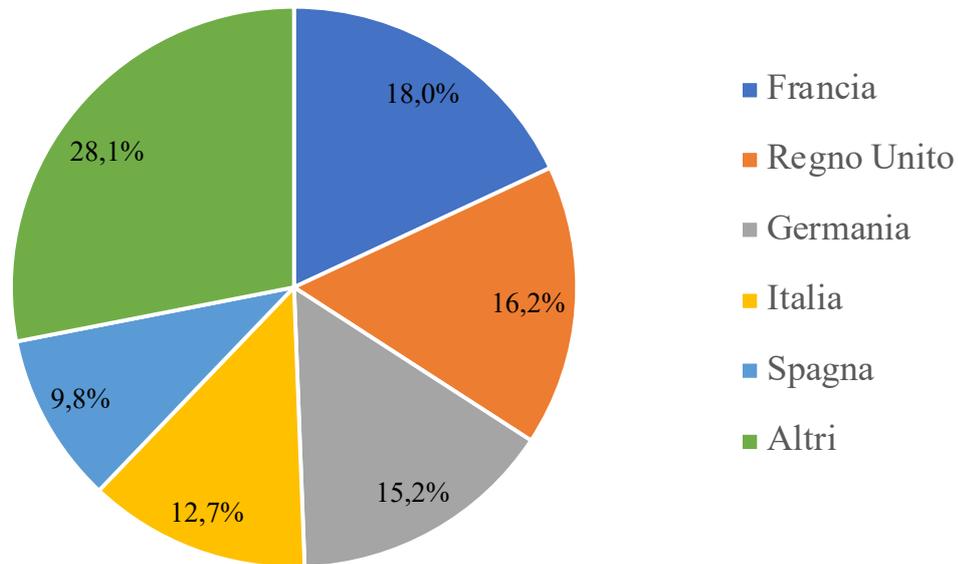


Grafico 6 Market share del factoring nell'Eurozona

La quota prevalente del turnover europeo del factoring è stata generata dai membri dell'EU Federation, ed è pari al 94,3%. Inoltre, stime dell'EU Federation indicano che la maggioranza del flusso è generata da istituti bancari o intermediari finanziari a loro collegati, superando il 95% del totale.

In base all'analisi effettuata dall' EU Federation, si è osservato che la velocità di ripresa successiva alla crisi post covid ha mostrato notevoli variazioni tra i membri dell'associazione e i paesi partner, con differenze sostanziali nella crescita annuale del fatturato. In particolare, quattro paesi membri dell'associazione hanno registrato una crescita superiore al 20%: la Repubblica Ceca con il 28%, la Polonia con il 26%, la Grecia e il Belgio con il 22%. D'altro canto, due paesi membri dell'EU Federation hanno avuto una crescita anno su anno inferiore al 10%, questi sono la Croazia (+8%) e la Spagna (+9%). Si è potuto notare che tutti gli altri paesi membri e partner dell'EU Federation hanno mostrato una crescita anno su anno uguale o superiore al 10%, nello specifico l'Italia ha presentato una crescita del 14,6% tra il 2020 e il 2021. In virtù dell'incremento eccezionale del fatturato di factoring, anche quest'anno il *rapporto di penetrazione del PIL*³⁰ è risultato superiore rispetto all'anno

³⁰ Il GDP penetration ratio (rapporto di penetrazione del PIL) è un indicatore economico che misura la quota di mercato di un particolare settore rispetto al prodotto interno lordo (PIL) di un paese. In altre parole, il GDP penetration ratio misura quanto del PIL di un paese è costituito dal valore aggiunto prodotto da un determinato settore dell'economia, come ad esempio il settore tecnologico o quello del turismo. Ad esempio, se il GDP penetration ratio del settore tecnologico in un paese è del 5%, significa che il valore aggiunto prodotto dal settore tecnologico rappresenta il 5% del PIL

precedente (11,4% contro il 10,6% registrato nel 2020). Ciò ha portato ad una crescita del turnover di factoring molto più elevata (oltre il doppio) rispetto all'aumento del PIL europeo, il quale ha registrato un tasso di crescita annuale di circa il 5,4% nel 2021, e questo prendendo in considerazione sia gli stati membri dell'EU Federation che i paesi partner.

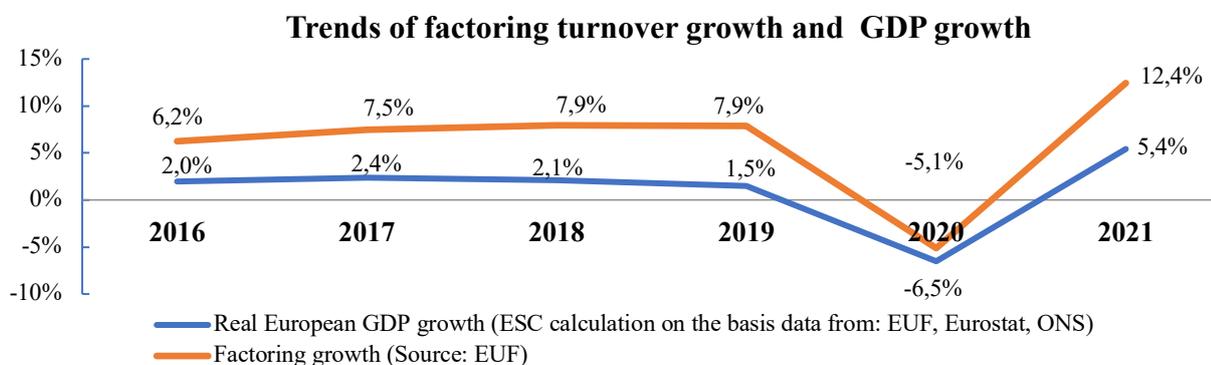


Grafico 7 Confronto tra crescita del turnover del factoring e crescita del GDP

Nel grafico 7 è possibile osservare la correlazione tra la crescita del fatturato del factoring anno su anno e la variazione annua del PIL dell'Eurozona. Si può notare come il tasso del factoring sia correlato al tasso di crescita del PIL. Scomponendo ulteriormente la crescita annua del turnover del factoring per ogni nazione e il rispettivo tasso di crescita di PIL (grafico 8), possiamo osservare che il più alto tasso di crescita del mercato è registrato da Polonia, Grecia e Belgio ed è legato al significativo aumento del loro PIL. Nei primi quattro mercati (Francia, Italia, Spagna e Regno Unito), i più maturi, il rapporto di correlazione tra crescita dei fattori e crescita del PIL è simile e differisce da 1,5 a 1,8 volte. In Germania questa correlazione è quasi uguale a 4 volte. Tutti gli altri membri EU Federation e paesi partner hanno un rapporto di correlazione di 2 volte superiore. È evidente che la crescita del PIL non è stato l'unico stimolatore della crescita del fatturato nei paesi europei.

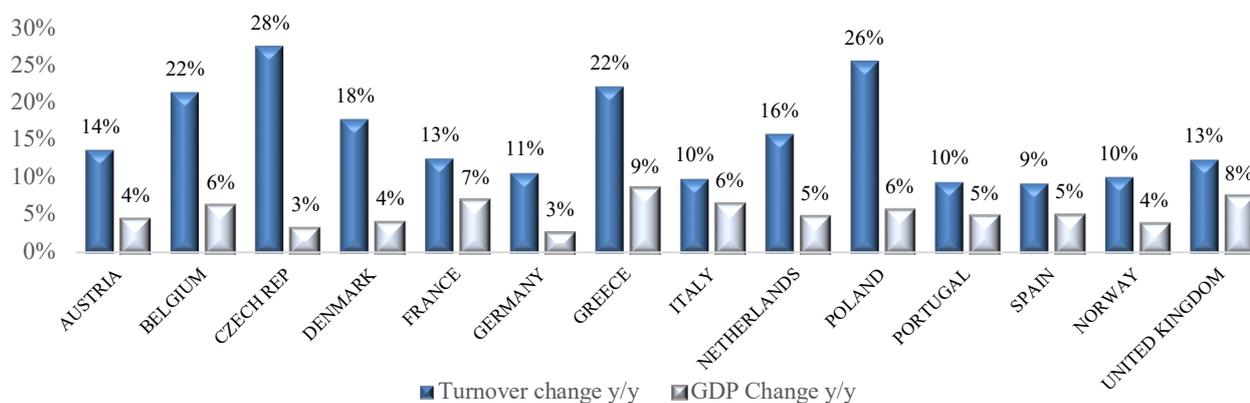


Grafico 8 Confronto tra turnover del factoring e crescita del GDP di ogni paese

Il grafico 9 dimostra che l'impatto dell'inflazione sui volumi di factoring nei paesi dell'Eurozona non è stato determinante. È stato in particolare riscontrato che il tasso di inflazione è risultato inferiore alla crescita dei factoring, suggerendo che l'inflazione non abbia avuto un ruolo rilevante nella dinamica del fatturato di factoring in questi paesi.

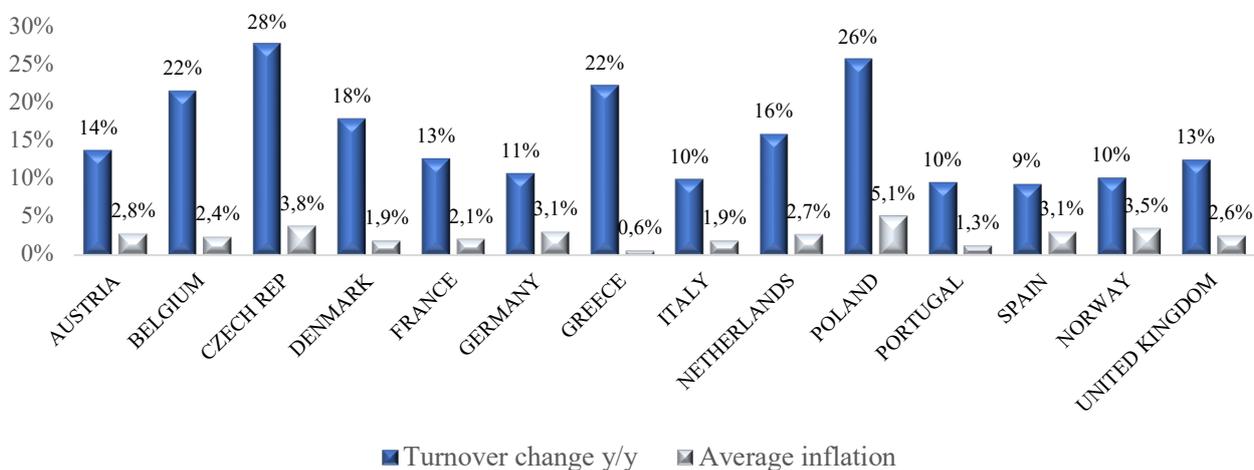


Grafico 9 Confronto tra turnover del factoring e l'inflazione di ogni paese

In virtù dell'analisi condotta sui dati sopra esposti, emerge che in ogni paese membro o partner dell'EU Federation (EUF), la crescita del turnover del factoring ha superato notevolmente l'aumento del prodotto interno lordo (PIL) e il tasso di inflazione sommati. Tale evidenza denota l'incremento della consapevolezza del factoring quale strumento efficace di finanziamento del capitale circolante.

Domestic vs International structure

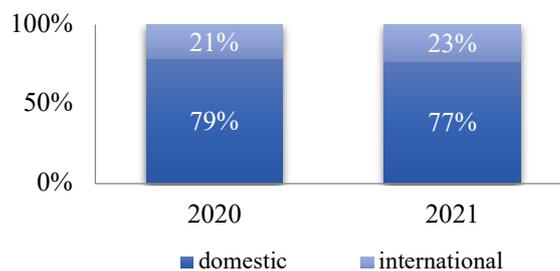


Grafico 10 Percentuale factoring domestico e internazionale

Recourse vs Non-recourse structure

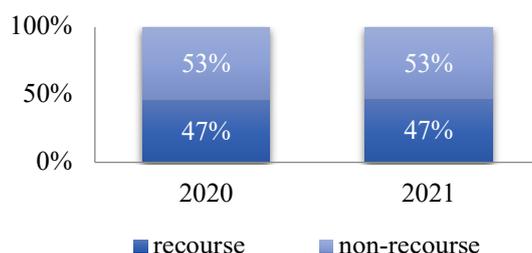


Grafico 11 Percentuale di utilizzo tra factoring ricorsivo e non

Come si può evincere nel grafico 10 e nel grafico 11 sopra riportati, a livello aggregato dell'Eurozona, la maggior parte dei volumi del factoring è di tipo domestico e dal 2020 al 2021 è stata registrata una crescita del 2% in favore del factoring internazionale. Il secondo grafico mostra che sia nel 2020 che nel 2021 il volume di factoring non ricorsivo è stato superiore al factoring ricorsivo, il che dimostra che le imprese preferiscono sfruttare il factoring per poter avere uno strumento di finanziamento efficace anche in periodi in cui l'incertezza è più alta. Tuttavia, va precisato che il ricorso al factoring non ricorsivo non è conveniente in quanto non consente di sfruttare i vantaggi sul lungo termine che si otterrebbero utilizzando il factoring ricorsivo.

Infine, come ultimo dato analizzato dallo studio condotto dall' EU Federation troviamo il numero di clienti, dunque imprese, che utilizzano il factoring. Osservando il grafico 12 che ne riporta la tendenza si può osservare come sia stata crescente dal 2016 al 2021 passando da 179.675 clienti a 264.936 clienti, registrando pertanto una crescita del 47% con un CAGR del 8%.

Clients

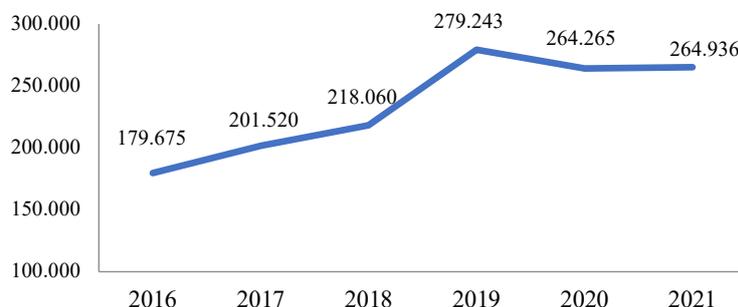


Grafico 12 Imprese che utilizzano il factoring

L'analisi delle tendenze recenti nel settore del factoring in Europa suggerisce che questa metodologia di finanziamento del capitale circolante gode di una crescente popolarità tra le imprese dell'eurozona. In particolare, le statistiche dimostrano che il tasso di adozione del factoring è in costante aumento e

si prevede un continuo miglioramento in futuro. Si è visto inoltre come la maggior parte delle imprese europee consideri il factoring come uno strumento flessibile e innovativo per la gestione del flusso di cassa e per il miglioramento delle loro relazioni commerciali con i clienti.

3.2.2 L'analisi del mercato italiano

Analogamente alla EU Federation, Assifact, L'Associazione Italiana per il Factoring, svolge attività di ricerca e studio sul mercato del factoring. Nel suo ultimo rapporto "*Il factoring in cifre*", redatto alla fine dicembre 2022, sono stati riportati dati significativi relativi al mercato del factoring italiano. A fine dicembre 2022, il turnover italiano è stato di 287,26 miliardi di €. Dal 2021 al 2022 si è registrata una crescita anno su anno del 10% circa e dal 2017 al 2022 si è registrato un tasso di crescita composto (CAGR) del 4,7% il che suggerisce che anche in Italia quello del factoring è un mercato in continua espansione. Come si può evincere dal grafico 13, che riporta sia il trend della crescita anno su anno del turnover che il turnover italiano del factoring, il volume ha subito una contrazione tra 2019 e 2020 causato principalmente dal covid che ha provocato un rallentamento della crescita economica. Come si è già visto tale crescita è correlata con il volume di factoring, ma va generalmente associata ad una costante espansione del mercato.

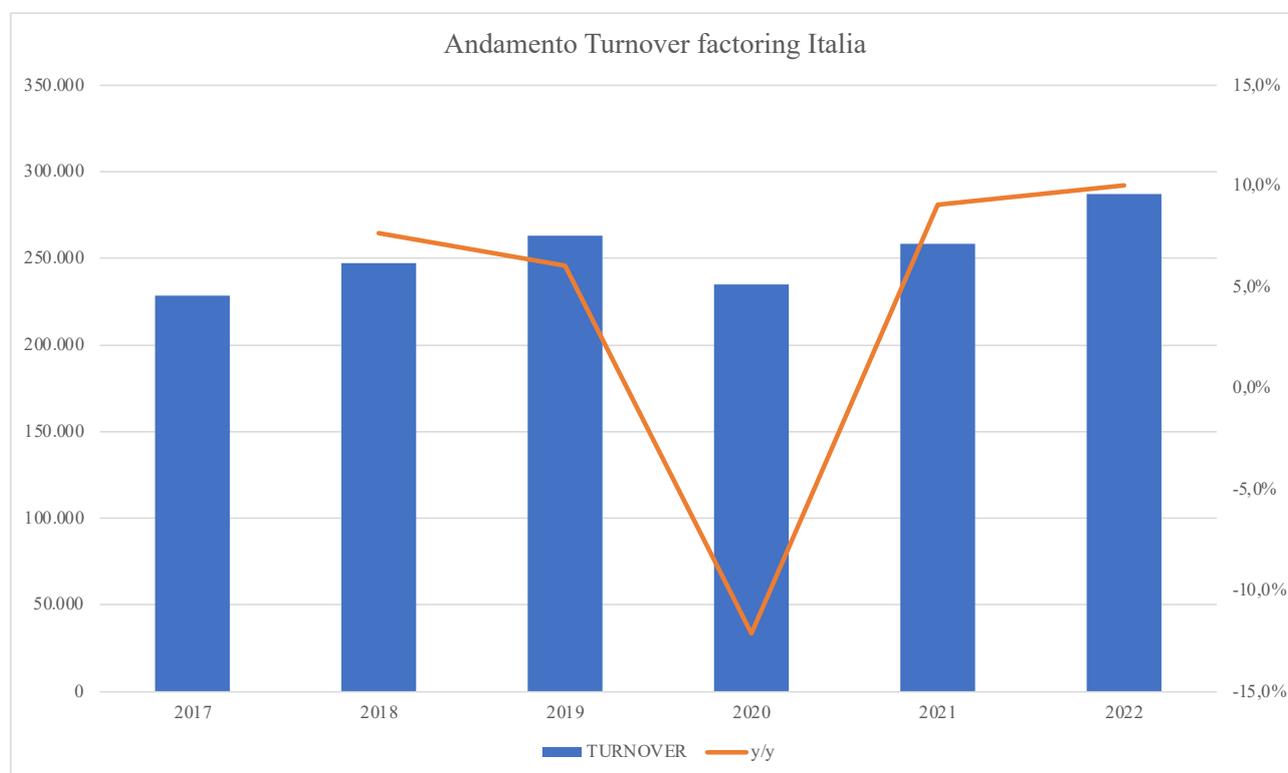


Grafico 13 Andamento Turnover factoring Italia

	Dati in migliaia di euro	Quota % sul totale	Var. % rispetto all'anno precedente
Turnover cumulativo	287.258.017		10,10%
Pro solvendo	60.697.853	21%	
Pro soluto	226.560.163	79%	
Outstanding	69.468.897		5,90%
Pro solvendo	15.314.639	22%	
Pro soluto	54.154.258	78%	
Anticipi e corrispettivi pagati	56.630.010		10%

Dati in migliaia di euro e in percentuale
Fonte: dati forniti trimestralmente da Associati Assifact

Tabella 1 Composizione del volume del factoring italiano nel 2022

Nella tabella 1 si può vedere che nel 2022 il 79% del turnover del factoring italiana proviene dal factoring *pro-soluto* mentre il restante 21% proviene da factoring *pro solvendo*. Questo dato è molto rilevante e permette di estrapolare l'idea che le imprese preferiscono adottare il factoring *pro-soluto* rispetto al factoring *pro-solvendo* perché in questo modo si trasferisce il rischio di insolvenza sui debitori e non sull'impresa. Così facendo l'impresa può ottenere la liquidità necessaria in modo rapido e sicuro, senza dover preoccuparsi del rischio di non pagamento dei propri clienti. Tuttavia, va ricordato che il costo del factoring pro soluto è generalmente più elevato rispetto a quello del factoring pro solvendo proprio perché la società di factoring assume un maggiore rischio.

Nel 2022, in modo coerente con l'importo degli *outstanding*³¹, l'importo totale dei crediti in circolazione nel settore del factoring è stato di circa 69,5 miliardi di euro. Di questo importo, il 22% è costituito da crediti pro solvendo, ovvero crediti che presentano un rischio di insolvenza da parte del debitore, mentre il restante 78% è costituito da crediti pro-soluto, ovvero crediti senza rischio di insolvenza

Il factoring è adottato dalle imprese italiane non solo per la cessione di crediti domestici ma è anche adottato per la cessione di crediti esteri.

³¹ L'*outstanding* è il valore dei crediti che la società di factoring ha acquistato fino ad una determinata data, e rappresenta un importante indicatore contabile della consistenza del portafoglio di crediti. Tuttavia, bisogna tenere presente che il valore dell'*outstanding* può essere influenzato da alcune pratiche contabili, come il *window dressing*, che possono alterare temporaneamente la sua entità. Il *window dressing* è una pratica contabile che consiste nell'adottare alcune misure, legali ma discutibili dal punto di vista etico, per migliorare l'aspetto del bilancio dell'azienda, rendendolo più appetibile per gli investitori e gli analisti finanziari.

ANNO	TOT. TURNOVER	% COMPONENTE DOMESTICA	% COMPONENTE ESTERA
2020	234,842	79,0%	21,0%
2021	258,35	79,0%	21,0%
2022	287,26	80,3%	19,7%

Dati in migliaia di euro e in percentuale
Fonte: dati forniti trimestralmente da Associati Assifact

Tabella 2 Scomposizione del turnover del factoring italiano

ANNO	TOT. COMPONENTE ESTERA	% COMPONENTE ESTERA IMPORT	% COMPONENTE ESTERA EXPOT
2020	49,41	3,9%	96,1%
2021	54,14	9,0%	91,0%
2022	56,53	11,0%	89,0%

Dati in migliaia di euro e in percentuale
Fonte: dati forniti trimestralmente da Associati Assifact

Tabella 3 Scomposizione della componente estera del factoring italiano



Grafico 14 Trend del turnover internazionale italiano

Più precisamente, sul turnover totale del factoring, circa il 20% deriva dalla cessione dei crediti esteri mentre il restante 80% da una cessione dei crediti domestici.

Da un'indagine condotta da Assifact e KPMG, mirata ad approfondire la propensione delle imprese verso diverse metodologie di finanziamento del capitale circolante, è possibile notare dal grafico 19 che il 24,8% del campione analizzato ritiene che il factoring sia una soluzione eccellente per migliorare il capitale circolante eliminando i crediti dal bilancio, mentre il 28,6% lo considera una forma di finanziamento complementare al credito bancario

Cosa rappresenta il factoring? (ripartizione % delle risposte)

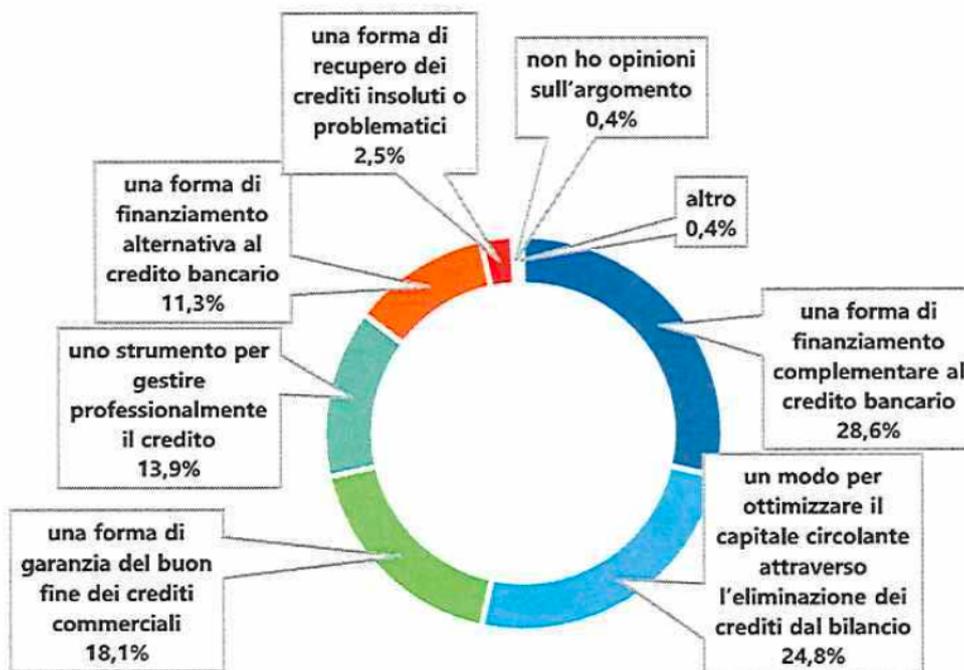


Grafico 15 Ripartizione % delle risposte delle imprese su cosa rappresenti per loro il factoring

Grado di soddisfazione medio a confronto (da 1 = «scarso» a 4 = «ottimo»)



Grafico 16 Grado di soddisfazione del relativo strumento finanziario usato

Confrontando il grado di soddisfazione del factoring con altri strumenti di finanziamento del capitale circolante (vedi grafico 16) si può evincere come esso sia il preferito da parte delle imprese e coerentemente sia anche il più utilizzato rispetto anche a strumenti meno costosi come l'anticipo fatture. Se si confronta il grado di soddisfazione del factoring con altri strumenti di finanziamento del capitale circolante, emerge come esso sia il preferito dalle imprese e, di conseguenza, sia anche il più

utilizzato rispetto ad altre forme di finanziamento, anche quelle meno costose come l'anticipo fatture. Ciò potrebbe essere dovuto al fatto che il factoring offre numerosi vantaggi rispetto ad altre forme di finanziamento. Ad esempio, l'azienda può ottenere liquidità immediata dalla vendita dei propri crediti senza dover aspettare i tempi di pagamento dei clienti. Inoltre, il factoring può ridurre il rischio di insolvenza dei clienti e migliorare la gestione del credito, poiché la società di factoring si assume la responsabilità del recupero dei crediti. Inoltre, il factoring può fornire un supporto finanziario a lungo termine per l'azienda, poiché la società di factoring può fornire servizi di gestione del credito continuativi. Ciò può aiutare l'azienda a mantenere un flusso di cassa costante e prevedibile, migliorando così la pianificazione finanziaria a lungo termine. In sintesi, il fatto che il factoring sia il preferito dalle imprese potrebbe essere dovuto ai suoi numerosi vantaggi, tra cui la fornitura di liquidità immediata, la riduzione del rischio di insolvenza dei clienti e la possibilità di un supporto finanziario a lungo termine.

L'analisi dell'elaborato si sofferma sull'evoluzione tecnologica nel mondo delle invoices fintech. L'integrazione tecnologica tra il factor, il cedente e il debitore ceduto è ormai caratterizzata da un notevole livello di automazione nelle interfacce, il quale è stato riconosciuto anche nella soddisfazione manifestata dalle imprese partecipanti all'indagine. In particolare, i clienti hanno espresso la volontà di poter usufruire di piattaforme "open", che consentano loro di scegliere fra diverse soluzioni e servizi, negoziando con una pluralità di intermediari e finanziatori. Tuttavia, l'impiego delle forme più innovative di supporto al capitale circolante, dal punto di vista del cedente, come ad esempio l'invoice trading, risulta ancora in fase esplorativa. Soffermendosi sulle PMI,

Uno dei principali benefici derivanti dall'utilizzo del factoring è rappresentato dall'esternalizzazione della gestione dei crediti commerciali, che risulta particolarmente vantaggiosa per le imprese di piccole dimensioni. In effetti, tali imprese sono maggiormente propense ad affidare al factor l'attività di gestione dei crediti commerciali, in quanto percepiscono in modo evidente i vantaggi derivanti dalla riduzione degli insoluti e dalla garanzia di tempestività e regolarità dei pagamenti.

3.3 Player di mercato del factoring in Italia, Assifact ed EU Federation

L'industria del factoring in Italia e in Europa è caratterizzata dalla presenza di associazioni di categoria, tra cui la European Federation of Factoring (EUF) e l'Associazione Italiana per il Factoring (Assifact). Queste organizzazioni rappresentano una vasta gamma di operatori, dai piccoli provider locali ai grandi gruppi bancari, offrendo servizi di factoring a un ampio spettro di imprese in tutto il territorio italiano. In questo paragrafo, analizzeremo i principali player dell'industria del factoring italiana, inquadrando la loro attività all'interno del contesto nazionale ed europeo.

3.3.1 European Federation of Factoring

L'Unione Europea della Federazione per l'Industria del Factoring e del Finanziamento Commerciale (EUF, in inglese EU Federation for the Factoring and Commercial Finance Industry) è l'organizzazione che rappresenta l'industria del factoring e del finanziamento commerciale nell'Unione Europea, composta da associazioni nazionali e internazionali attive nell'UE. L'obiettivo principale dell'EUF è quello di favorire l'accesso al finanziamento alle imprese, con particolare attenzione alla comunità delle PMI, interagendo con i governi e i legislatori dell'UE. L'EU Federation rappresenta una piattaforma per i suoi membri, finalizzata a fornire informazioni ai principali decisori legislativi sull'attività dell'industria del factoring e del finanziamento commerciale nell'UE, nonché sulle opportunità di finanziamento offerte dal settore. Grazie a tale piattaforma, i rappresentanti dell'industria del factoring possono esprimersi con una sola voce e i membri possono acquisire una conoscenza approfondita delle diverse prospettive regolamentari relative all'industria del factoring in tutta l'UE. In questo modo, l'EU Federation si propone di promuovere una maggiore consapevolezza e comprensione del ruolo del factoring e del finanziamento commerciale nel contesto dell'UE e di sostenere l'elaborazione di politiche pubbliche efficaci per il settore. Il suo obiettivo è garantire la continuazione della fornitura di finanziamenti prudentiali, ben strutturati e a prezzi ragionevoli alle imprese nell'UE. L'industria del factoring e del finanziamento commerciale svolge un ruolo importante nell'economia dell'UE e l'EUF si adopera per promuovere il dialogo tra regolatori e legislatori per assicurare la loro piena consapevolezza dei benefici che questa industria può offrire. L'EUF è stata istituita originariamente nel 2009 come sottodivisione del Gruppo Internazionale di Factoring (IFG), per poi diventare una sottodivisione della FCI, l'Associazione globale per il finanziamento commerciale open account, a partire da gennaio 2016.

L'EU Federation agisce come piattaforma per i suoi membri, al fine di informare i principali decisori legislativi sulle attività dell'industria del factoring e del finanziamento commerciale con sede nell'UE e sulle opportunità di finanziamento che essa offre.

L'EUF si impegna a fornire ai legislatori e ai responsabili delle politiche informazioni essenziali sull'industria del factoring e del finanziamento commerciale per influenzare l'agenda dei cambiamenti regolamentari. L'obiettivo principale dell'EU Federation è quello di rappresentare l'industria davanti ai responsabili delle politiche dell'UE e di promuovere l'armonizzazione dell'ambiente legale, fiscale e regolamentare in tutta l'UE. Inoltre, l'organizzazione si propone di sensibilizzare sulle numerose opportunità che il factoring, il finanziamento dei crediti commerciali e l'ABL possono offrire alle imprese per la loro crescita e di fornire informazioni sulle iniziative legali e politiche dell'UE che potrebbero influenzare negativamente l'industria. L'EU Federation lavora anche per incentivare l'istituzione di attività di factoring e finanziamento commerciale in tutti i paesi dell'UE, favorendo in questo modo l'efficacia e l'efficienza dell'industria a livello europeo.

La EU Federation for the Factoring and Commercial Finance Industry (EUFI) è composta da diverse associazioni nazionali e internazionali che rappresentano l'industria del factoring e del finanziamento commerciale nell'UE. Queste associazioni membri forniscono una vasta conoscenza ed esperienza, rappresentando attualmente più di 200 aziende di factoring e di finanziamento commerciale all'interno dell'UE. Di seguito verranno elencate le principali associazioni che compongono la EUFI e il loro ruolo all'interno dell'industria del factoring e del finanziamento commerciale.

- UK Finance (Regno Unito)
- Asociación Española de Factoring (EAF) (Spagna)
- Association Française des Sociétés Financières (ASF) (Francia)
- Association Professionnelle Belge des Sociétés de Factoring (APBF- BBF) (Belgio)
- Associazione Italiana per il Factoring (Assifact) (Italia)
- Croatian Chamber of Economy (Croazia)
- Czech Leasing and Finance Association (CLFA) (Repubblica Ceca)
- Deutscher Factoring – Verband (DFV)
- Factoring & Asset based financing Association Netherlands (FAAN) (Olanda)
- The Association of Norwegian Finance Houses FINFO (Norvegia)
- FCI

- Finans og Leasing (FL) (Danimarca)
- The Hellenic Factors Association (HFA) (Grecia)
- Osterreichischer Factoring – Verband (OFV) (Austria)
- Polski Związek Faktorow (PZF) (Polonia)
- Associação Portuguesa de Leasing, Factoring e Renting (ALF) (Portogallo)

3.3.2 Associazione Italiana per il Factoring – Assifact

L'Associazione Italiana per il Factoring è stata costituita nel 1988 come un'organizzazione apolitica e senza scopo di lucro, con l'obiettivo di riunire gli operatori del factoring e promuovere lo sviluppo efficiente del mercato del factoring in Italia. Attualmente, l'Associazione rappresenta le principali società di factoring, banche e intermediari finanziari, che costituiscono praticamente l'intero mercato italiano, nonché numerose società di servizi e studi professionali. Assifact è un'associazione che ha come obiettivo principale il monitoraggio dei cambiamenti di mercato e normativi che possono avere impatto sull'industria del factoring. Inoltre, fornisce supporto ai propri associati nell'adeguamento e nell'implementazione delle nuove normative, nonché nell'analisi delle conseguenti implicazioni per il settore del factoring. Per fare ciò, l'associazione si avvale di studi e statistiche ad hoc, oltre allo sviluppo di linee guida associative. Assifact promuove inoltre la collaborazione con le autorità monetarie e di vigilanza, rappresentando gli interessi della categoria. A livello internazionale, l'associazione è membro dell'EU Federation for the Factoring and Commercial Finance Industry, che intrattiene relazioni dirette con BCE, EBA e altri organismi sovranazionali. Assifact si impegna anche nella divulgazione del prodotto factoring, attraverso la sua azione di comunicazione volta a migliorare la conoscenza e la comprensione del prodotto da parte delle imprese e della società nel suo complesso. Infine, l'associazione progetta e realizza corsi di formazione mirati alle esigenze formative degli associati.

Assifact è costituita da un insieme di organi che si occupano di indirizzare l'attività dell'associazione, di gestirne l'amministrazione e di svolgere funzioni di controllo. Questi organi comprendono l'Assemblea, il Consiglio, il Comitato esecutivo, il Collegio dei Revisori e l'Organo di Vigilanza. Inoltre, il Presidente svolge la funzione di rappresentanza legale dell'associazione, mentre i Vicepresidenti presiedono le Commissioni tecniche e agiscono come collegamento tra le Commissioni stesse e il Consiglio. Per facilitare l'attività dell'associazione, sono state costituite Commissioni Tecniche e Gruppi di Lavoro composti dai rappresentanti dei propri Associati

competenti per materia. Lavori all'interno di queste commissioni sono guidati da un Coordinatore nominato dalla Commissione, con il supporto gestionale di un membro dello Staff Assifact. Inoltre, l'associazione produce regolarmente circolari tecniche, informative e statistiche, position paper, proposte di emanazione normative e proposte di emendamento, come risultato dell'attività di analisi e approfondimento svolta dalle commissioni. Per svolgere le sue funzioni, Assifact ha a disposizione uno staff permanente, diretto dal Segretario Generale, che si occupa di Servizio Studi, Affari internazionali, Relazioni istituzionali e Formazione, nonché di Segreteria.

L'Associazione Assifact è composta da 31 società di factoring, banche e intermediari finanziari, che costituiscono essenzialmente l'intero mercato italiano (Associati ordinari e corrispondenti), e da 14 società di servizi e studi professionali (Associati sostenitori). Tra gli Associati, spicca la presenza di tredici banche, alcune delle quali sono specializzate nel factoring e in altre attività finanziarie, mentre altre erogano direttamente servizi di factoring nell'ambito della propria attività bancaria e finanziaria tradizionale. Nel corso del 2020, gli Operatori di factoring aderenti all'Associazione hanno registrato un volume d'affari (turnover) complessivo superiore a 228 miliardi di euro. In un contesto caratterizzato da significative tensioni economiche e di liquidità, come quello scaturito dall'emergenza sanitaria in corso, le Società di factoring hanno dimostrato il loro impegno nel sostenere le imprese e l'economia reale, confermando quanto già accaduto in passato in occasione di rilevanti cambiamenti dell'ambiente economico e finanziario di riferimento. Negli ANNEX 3 e 4 è possibile trovare un elenco degli associati di Assifact suddivisi in Associati Ordinari e Corrispondenti (ANNEX 3) e Associati Sostenitori (ANNEX 4).

3.4 Prodotti e servizi offerti da Hoshin Corporate Finance S.r.l.: una panoramica

Hoshin Corporate Finance S.r.l. è una boutique finanziaria di debt advisory fondata dal Dott. Massimo Boccoli e dal Dott. Alberto M. Morra. La Hoshin Corporate Finance, d'ora in poi identificata come HCF, si focalizza principalmente nell'offrire soluzioni di gestione del working capital in modo strutturato. Precisamente, il team di HCF crea prodotti di finanza strutturata con un focus principale sulla gestione del capitale circolante. In un'ottica generale la HCF opera in quattro aree di intervento.

- **Advanced Working Capital Solution:** HCF fornisce alla propria clientela una combinazione di strumenti finanziari finalizzata a generare cassa internamente operando sulla gestione del circolante.
- **Holding Financing:** HCF offre un supporto alle holding per:
 - finanziare acquisizioni di partecipazioni senza procedere a fusioni con le acquisite;
 - per il sostegno indiretto delle società partecipate in fase di sviluppo a cui indirizzare, mediante finanziamenti soci, le risorse erogate a favore della holding;
 - per l'acquisto di azioni proprie cedute da azionisti; per la distribuzione di dividendi.

Le holding di partecipazioni, siano esse di natura finanziaria (proprietà di investitori) che industriale (proprietà di imprenditori), hanno bisogno di finanziamenti che il sistema finanziario tradizionale trova difficoltà a fornire poiché mancano flussi di cassa ricorrenti che i finanziatori possono utilizzare per garantirsi il rimborso del debito. HCF ha sviluppato uno *specifico know how* tale da fornire finanziamenti a queste holding. I finanziamenti offerti dalla HCF si basano sul valore degli assets presenti all'attivo patrimoniale, su un prospetto di dismissioni, sulle previsioni di futuri aumenti di capitale e sui programmi degli azionisti della holding. Pertanto, HCF è in grado di creare e identificare flussi di cassa specifici a cui i finanziatori possono fare riferimento per garantirsi il rimborso del debito.

- **Structured & Leveraged Financing:** HCF in qualità di operatore indipendente, seleziona per l'azienda gli operatori di debito in funzione del profilo di rischio dell'operazione e dell'appetito finanziario, ricercando le soluzioni più efficienti.

Debt strategist Holding & Private Equity Fund: Si tratta di un servizio attraverso il quale HCF gestisce la finanza a livello di gruppo con un approccio strategico e pianificato che permetta di massimizzare l'efficienza del processo di reperimento delle fonti finanziarie evitando colli di bottiglia ed inutili sovrapposizioni. La combinazione di Structured & Leveraged Financing, Holding Financing e Advanced Working Capital Solution permette alla HCF di offrire, ai board aziendali ed agli investment manager delle holding di investimento e dei fondi di private equity, un processo di reperimento delle fonti finanziarie più efficiente e di offrire un quadro chiaro ed analitico dei finanziatori del gruppo.

Andando ad analizzare le *Advanced Working Capital Solution*, la HCF propone due strumenti creati da loro con cui affiancare i clienti: **WCS™** e **ACWS™**. Per competere ed aumentare il valore agli azionisti, un'azienda deve tendere ad aumentare la capacità di generare cassa. La cassa può essere aumentata con tre leve:

- **Aumento dei volumi di vendita**
- **Incremento della marginalità**
- **Riduzione del fabbisogno del working capital**, o suo rapido “smobilizzo” a fine di mettere la cassa il più rapidamente possibile a servizio del business. Mentre le prime due leve, ovvero l'aumento dei volumi di vendita e l'incremento della marginalità, richiedono tempi più lunghi e dipendono da fattori esterni al controllo del management, la riduzione del fabbisogno di capitale circolante è una leva più rapida e sicura in quanto è sotto il controllo del management.

L'utilizzo di soluzioni come WCS™ e ACWS™ (e in generale l'utilizzo del factoring come metodo di finanziamento del working capital) comporta quattro vantaggi:

- **Elevare l'immagine dell'azienda** verso il mondo finanziario (banche, assicurazioni, agenzie di rating) poiché l'azienda è in grado di “generare” più cassa
- **Aumentare l'EBITDA** poiché avendo un maggiore potere contrattuale con i fornitori si crea valore attraverso lo spread tra il costo del factoring e il costo dello sconto fattura che l'impresa è in grado di ottenere
- **Poter far crescere il fatturato** grazie a una maggiore possibilità di fare politiche commerciali espansive

- **Aumentare il valore dell'azienda** dato sia dalla combinazione dei fattori sopra elencati ma principalmente grazie a una maggiore redditività e disponibilità finanziarie.

3.4.1 I prodotti creati dalla Hoshin Corporate Finance S.r.l.

L'Hoshin Corporate Finance, per poter far fronte alle esigenze dei suoi clienti, ha sviluppato due prodotti finanziari: WCS™ ACWS™ che verranno di seguito presentati.

3.4.1.1 WCS™

L'Hoshin WCS™ consiste nell'abbinare operazioni di factor pro-soluto sui crediti con una operazione di reverse factoring sui debiti commerciali. Il vantaggio è che l'azienda è in grado di incassare immediatamente i propri crediti e paga i propri debiti commerciali con una maggiore dilazione rispetto a quanto previsto in futuro.

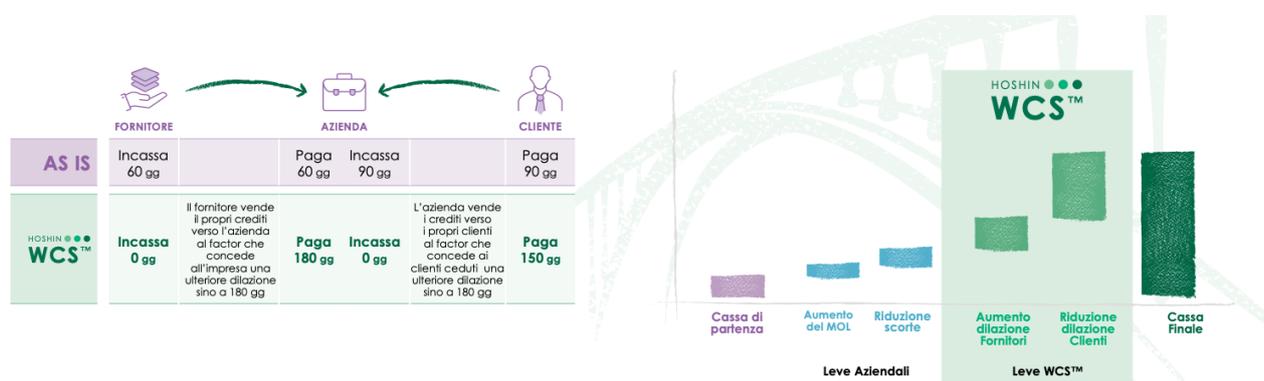


Grafico 17 Schema di funzionamento WCS™

3.4.1.2 ACWS™

L'Hoshin ACWS™ permette di abbinare al factoring altri prodotti in grado di generare rendimenti finanziari ed aumentare la potenzialità di indebitamento. L'incremento di liquidità che deriva da un'operazione di Reverse Factoring può essere investito generando un rendimento che va dal 2% al 4% generando un reddito di natura finanziaria (**Yield Generation**). Le operazioni di direct factoring permettono ai finanziatori di concedere linee di anticipo contratto e finanziamenti altrimenti non disponibili (**Cash Advance**). Per i gruppi di imprese la liquidità generata nelle partecipate, per il tramite delle operazioni di factoring, può essere opportunamente allocata presso la Holding ovvero sulla singola società che necessita di essere sostenuta (**Cash Allocation**).

La Hoshin Corporate Finance riveste un ruolo cruciale come consulente finanziario, specializzato nel settore del debito. Uno dei loro obiettivi principali è creare prodotti finanziari più strutturati per le PMI, al fine di facilitare il processo di presentazione presso le grandi banche. Questo ruolo si rivela essenziale poiché le banche di dimensioni maggiori spesso non dedicano tempo ed energie alla creazione di prodotti finanziari su misura per le imprese di dimensioni più piccole. Le grandi banche tendono ad avere risorse limitate e preferiscono focalizzarsi su operazioni finanziarie di maggiori dimensioni. Di conseguenza, le PMI possono incontrare difficoltà nel presentare proposte finanziarie personalizzate che soddisfino le proprie esigenze specifiche. In questo contesto, la Hoshin Corporate Finance si pone come intermediario tra le PMI e le grandi banche, fornendo un servizio di consulenza specializzata. Un approccio adottato dalla Hoshin Corporate Finance è quello di creare prodotti finanziari strutturati basati su prodotti standard già esistenti (un esempio possono essere i due prodotti presentati). Questa strategia permette di combinare elementi predefiniti in modo da adattarli alle specifiche esigenze delle PMI. I prodotti finanziari così strutturati offrono un livello di personalizzazione e flessibilità adeguato, consentendo alle PMI di presentare proposte finanziarie più solide e attraenti alle grandi banche. La Hoshin Corporate Finance sviluppa per esempio prodotti finanziari basati sul factoring per aiutare le PMI a gestire il loro capitale circolante e a migliorare la liquidità aziendale. Grazie al loro ruolo di debt advisor, la HCF svolge un'importante funzione nel facilitare il processo di finanziamento per le PMI, offrendo soluzioni finanziarie strutturate che rispondono alle esigenze del mercato. La loro expertise nell'elaborazione di prodotti finanziari su misura rappresenta un vantaggio sia per le PMI che per le grandi banche, contribuendo a creare una sinergia e una maggiore accessibilità al credito per le imprese di dimensioni minori.

Concludendo il capitolo, il factoring si è dimostrato una soluzione preziosa per le imprese che cercano di superare le difficoltà causate dalla riduzione delle attività di prestito bancario, la diminuzione dei finanziamenti a medio termine e la crescente difficoltà di accesso ai finanziamenti, ampiamente descritte nella sezione 3.1. Nonostante queste sfide, il mercato del factoring ha continuato a crescere costantemente (vedi 3.2), grazie alla versatilità del factoring stesso e alla possibilità di creare prodotti finanziari strutturati come quelli sviluppati dalla Hoshin. Questo strumento finanziario si è dimostrato un'opzione efficace per le imprese che cercano di migliorare la propria liquidità e di accedere a finanziamenti a breve termine. Inoltre, il factoring offre molte altre opportunità e vantaggi, tra cui la gestione del rischio di credito e la riduzione dei costi di gestione dell'attività finanziaria. In conclusione, il factoring rimane una scelta importante e valida per le imprese in un mercato del credito sempre più complesso e impegnativo.

Nel prossimo capitolo, verranno analizzati dei dati di imprese al fine di cercare una possibile correlazione tra l'utilizzo del factoring e la qualità di crescita dell'impresa, valutata attraverso vari KPI come indicatori finanziari, valutazione, immagine, ecc.

L'analisi condotta su questo dataset potrebbe fornire informazioni preziose per le imprese che stanno considerando l'utilizzo del factoring come strumento per finanziare la loro crescita, nonché per gli operatori del settore che potrebbero utilizzare questi dati per migliorare le loro offerte e servizi.

4 ANALISI DATI DEL FACTORING

Il presente capitolo si focalizza sull'analisi dei dati relativi all'utilizzo del factoring da parte delle società campione ricevute dalla Hoshin Corporate Finance S.r.l. (si veda paragrafo 4.1).

L'obiettivo della presente analisi è quello di rispondere ai principali quesiti di ricerca relativi all'utilizzo del factoring da parte delle società campione. In particolare, si cercherà di esplorare la possibile relazione positiva tra la qualità delle imprese che utilizzano il factoring in modo continuativo e le imprese che non utilizzano il factoring. Inoltre, si vuole indagare se la salute finanziaria di un'impresa in termini di margine operativo lordo (EBITDA) e bassi livelli di distress (PFN/EBITDA) sia direttamente correlata all'utilizzo del factoring stesso.

La presente analisi ha come obiettivo primario quello di costituire una risorsa informativa di valore per le imprese che stanno valutando l'adozione del factoring come strumento di finanziamento.

4.1 Descrizione dei dati

Nel presente paragrafo, saranno descritti i campioni presi in esame per condurre l'analisi. Nel paragrafo 4.1.1, verranno presentati i dati relativi al campione in osservazione che sarà denominato Gruppo 1, mentre nel paragrafo 4.1.2, saranno presentati i dati relativi al campione di controllo che sarà denominato Gruppo 2.

4.1.1 Descrizione del campione in osservazione

Questo studio si basa sull'analisi dei dati raccolti tramite Hoshin Corporate Finance S.r.l., che ha fornito una lista di società, clienti o entità collegate ad essa, che hanno iniziato a utilizzare regolarmente il factoring nel corso del tempo. Per ciascuna di queste società, Hoshin Corporate Finance S.r.l. ha fornito, tramite file Excel, informazioni come ragione sociale, partita IVA, codice fiscale e anno di inizio delle attività di factoring. Utilizzando i dati anagrafici (inclusa la ragione sociale e il codice fiscale) forniti da Hoshin Corporate Finance S.r.l., è stato possibile ottenere l'accesso alle corrispondenti informazioni economico-finanziarie tramite AIDA³².

Grazie a questo metodo, sono stati raccolti dati precisi e affidabili sui bilanci delle società, che sono stati utilizzati per analizzare l'impatto del factoring sulle performance finanziarie delle aziende.

³² Database messo a disposizione da Bureau Van Dijk offre agli utenti la possibilità di condurre ricerche, analisi e di esportare dati relativi alle informazioni economico-finanziarie, anagrafiche e commerciali di tutte le società di capitali che svolgono attività in Italia.

Per ogni società è stato valutato:

- **Disponibilità dei bilanci:** sono state prese in considerazione esclusivamente le imprese che hanno presentato la chiusura dei bilanci almeno nell'anno 2021 poiché l'analisi dati sarà svolta su un arco temporale che va dal 2017 al 2021.
- **Data di inizio delle operazioni di factoring:** è stata valutata l'anno di avvio delle attività di factoring al fine di analizzare in modo accurato l'impatto e l'evoluzione di tale strumento finanziario.
- **Classificazione merceologica:** la classificazione merceologica è stata identificata mediante l'utilizzo del codice ATECO al fine di fornire una categorizzazione accurata delle attività svolte dalle imprese presenti nel campione in analisi.

Dopo queste valutazioni, è stato selezionato un campione di 30 società italiane che utilizzano ad oggi in modo ricorsivo il factoring. Nell'ANNEX 5 del presente lavoro è possibile trovare l'elenco delle 30 imprese italiane che compongono il primo campione, insieme alle rispettive partite IVA e codici ATECO.

Sono stati consolidati su un file Excel, per ogni società, i dati relativi all'anagrafica, alla contabilità e allo stato delle informazioni.

ANNO INIZIO FACTORING	FREQUENZA INIZIO OPERAZIONI DI FACTORING	% FREQUENZA	% CUMULATO DELLA FREQUENZA OPERAZIONI DI FACTORING
2016	1	3,3%	3,3%
2017	1	3,3%	6,7%
2018	8	26,7%	33,3%
2019	12	40,0%	73,3%
2020	8	26,7%	100,0%
Totale complessivo	30	100,0%	100,0%

Tabella 4 Inizio operazioni di factoring

La Tabella 4 mostra il numero di imprese nel campione che hanno avviato le attività di factoring nel corrispondente anno. L'analisi dei dati evidenzia che nel 2019 circa il 73% delle imprese nel campione ha iniziato ad utilizzare il factoring, mentre tale percentuale è salita al 100% nel 2020.

Il Gruppo 1 è composto da un campione eterogeneo di imprese italiane che utilizzano il factoring. Queste imprese presentano una vasta gamma di fatturati, che varia da 1,4 milioni € a 659 milioni di €. L'inclusione di imprese di diverse dimensioni economiche è intenzionale, al fine di studiare gli effetti del factoring su un gruppo eterogeneo di imprese, senza focalizzarsi su una particolare dimensione. La presenza di un'ampia varietà di fatturati nel campione consente di valutare come il factoring possa influenzare le performance finanziarie delle imprese in base alle loro dimensioni. Ad esempio, le piccole imprese possono beneficiare del factoring poiché spesso incontrano difficoltà

nell'accedere al credito bancario: il factoring può allora migliorare la loro liquidità e sostenere la crescita del loro business. D'altro canto, le grandi imprese potrebbero utilizzare il factoring per mitigare il rischio di insolvenza dei propri clienti, piuttosto che come fonte di finanziamento aggiuntiva.

La comprensione del contesto economico e produttivo in cui le imprese operano è fondamentale per un'analisi accurata. In questo studio, verrà fornita una descrizione dettagliata della distribuzione settoriale delle imprese del Gruppo 1, in base al loro settore merceologico di appartenenza. Per ottenere tale suddivisione, le imprese sono state classificate utilizzando il codice ATECO, e raggruppate in base alle prime due cifre del codice corrispondente a ciascuna impresa. Esse rappresentano le macrocategorie di attività economica e suddividono il codice in base a settori generali. Dalla tabella 5 è possibile estrapolare la composizione dei codici ATECO e la relativa frequenza all'interno del Gruppo 1.

SETTORE MERCEOLOGICO DI APPARTENENZA GRUPPO 1	NUMERO DI IMPRESI	PERCENTUALE IMPRESE SUL
ATTIVITA' IMMOBILIARI	1	3%
68 ATTIVITÀ IMMOBILIARI	1	3%
ATTIVITÀ MANIFATTURIERE	21	70%
10 INDUSTRIE ALIMENTARI	8	27%
13 INDUSTRIE TESSILI	1	3%
15 FABBRICAZIONE DI ARTICOLI IN PELLE E SIMILI	1	3%
17 FABBRICAZIONE DI CARTA E DI PRODOTTI DI CARTA	3	10%
25 FABBRICAZIONE DI PRODOTTI IN METALLO (ESCLUSI MACCHINARI E ATTREZZATURE)	1	3%
27 FABBRICAZIONE DI APPARECCHIATURE ELETTRICHE ED APPARECCHIATURE PER USO DOMESTICO NON ELETTRICHE	2	7%
28 FABBRICAZIONE DI MACCHINARI ED APPARECCHIATURE NCA	2	7%
29 FABBRICAZIONE DI AUTOVEICOLI, RIMORCHI E SEMIRIMORCHI	1	3%
32 ALTRE INDUSTRIE MANIFATTURIERE	2	7%
ATTIVITÀ PROFESSIONALI, SCIENTIFICHE E TECNICHE	2	7%
70 ATTIVITÀ DI DIREZIONE AZIENDALE E DI CONSULENZA GESTIONALE	2	7%
COMMERCIO ALL'INGROSSO E AL DETTAGLIO; RIPARAZIONE DI AUTOVEICOLI E MOTOCICLI	5	17%
46 COMMERCIO ALL'INGROSSO (ESCLUSO QUELLO DI AUTOVEICOLI E DI MOTOCICLI)	5	17%
CONSTRUZIONI	1	3%
41 COSTRUZIONE DI EDIFICI	1	3%
Totale complessivo	30	100%

Tabella 5 Classificazione merceologica Gruppo 1

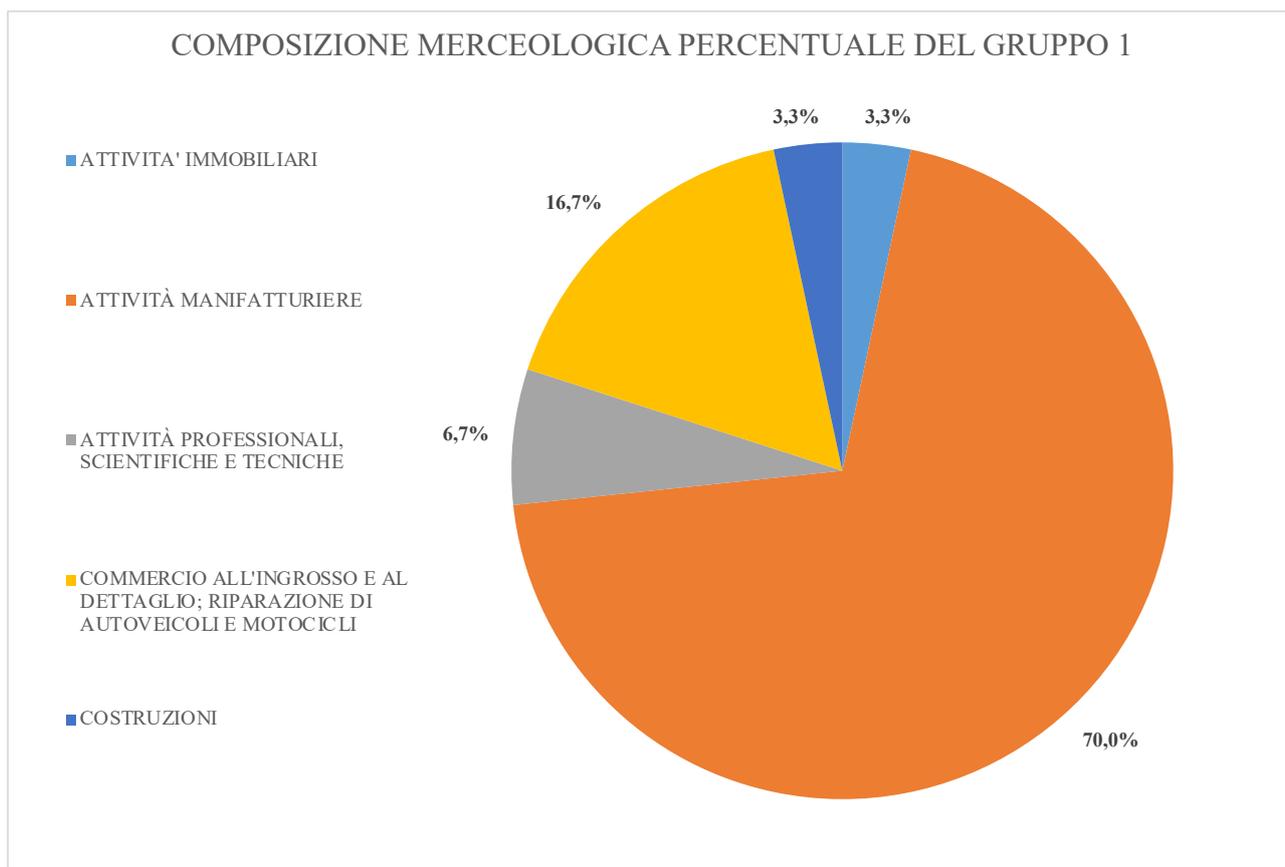


Grafico 18 Composizione merceologica percentuale del Gruppo 1

Il grafico 18 mostra in percentuale la distribuzione delle imprese appartenenti ai diversi settori merceologici all'interno del campione. Il 70,0% del campione è rappresentato da imprese classificate come “Attività manifatturiere” e il 16,7% da imprese classificate come “Commercio all'ingrosso e al dettaglio; riparazione di autoveicoli e motocicli”. Ne risulta pertanto che l'86,7% del campione è rappresentato da due famiglie merceologiche principalmente mentre il restante 13,3% è rappresentato da “Attività immobiliari 3,3%”, “Attività professionali, scientifiche e tecniche 6,7%”, “Costruzioni 3,3%”.

4.1.2 Identificazione del campione di controllo

Un passaggio di fondamentale importanza per condurre analisi sui dati delle aziende che fanno un uso ricorrente del factoring è stato l'individuazione di un campione di controllo composto da aziende selezionate in maniera casuale nel panorama italiano. Nonostante l'iniziale selezione casuale del campione, successivamente è stata apportata una modifica mirata per garantire prestazioni iniziali più coerenti con il Gruppo 1. Pertanto, è possibile che il campione presenti un bias sistematico nel corso del tempo, che non si verificherebbe nell'universo completo caratterizzato da una simile classe dimensionale. Le aziende che rappresentano il Gruppo 2 potrebbero o meno utilizzare il factoring. Ciò è dovuto al fatto che la conoscenza dell'utilizzo del factoring da parte di un'impresa potrebbe non essere sempre chiara o facilmente accessibile al di fuori delle informazioni interne dell'impresa stessa o delle sue controparti commerciali. L'approccio adottato ha mirato a selezionare un gruppo di controllo con **caratteristiche simili** in termini di **grandezza e classificazione merceologica** alle aziende oggetto di studio. L'obiettivo principale è stato quello di individuare un gruppo di controllo composto da 30 aziende, con dimensioni aziendali e settori industriali simili. Questa strategia di selezione è stata messa in atto per ridurre al minimo le differenze tra il gruppo di controllo e il gruppo trattato, in modo da limitare l'influenza di fattori confondenti e garantire una comparabilità adeguata tra i due gruppi. All'inizio, sono stati identificati i due criteri più rilevanti per stabilire la similitudine: il fatturato, considerato come indicatore delle dimensioni aziendali, e la classe merceologica. Questo approccio ha consentito di mitigare gli effetti derivanti dalla diversità dei settori industriali, che spesso influiscono sulle dimensioni e sul rendimento delle aziende. Successivamente, per ciascuna impresa del Gruppo 1, sono stati individuati i codici ATECO Istat 2007, che sono composti da 6 cifre numeriche. Dalle prime due cifre del codice ATECO è stata ricavata l'area merceologica dell'impresa. Successivamente, è stato identificato il fatturato dell'impresa nel 2017, considerando che la maggior parte delle imprese nel campione non aveva ancora avviato operazioni di factoring in quell'anno. Per la creazione del database di controllo, è stata adottata una procedura che ha coinvolto il calcolo della media dei fatturati per ciascuna area merceologica all'interno del database trattato. Successivamente, sono state selezionate le imprese dal database AIDA che presentavano fatturati medi simili a tali valori. Questo metodo ha consentito di costruire un gruppo di controllo caratterizzato da imprese con un profilo di fatturato medio simile a quello del gruppo trattato nelle rispettive aree merceologiche. In questo modo, si è ottenuto un campione di controllo composto da aziende con simili dimensioni e appartenenti alle stesse aree merceologiche del campione trattato. Da un punto di vista operativo, per la realizzazione di tale procedura è stata sfruttata la funzione di ricerca incrociata disponibile nel

database AIDA. Sono stati applicati come filtri congiunti la classe merceologica e la media dei fatturati riferiti a ciascuna classe merceologica. Tale approccio ha consentito di individuare e selezionare un numero appropriato di aziende per la costituzione del gruppo di controllo. Per ciascuna impresa, tramite AIDA si sono registrati i seguenti dati: Ragione sociale, Codice fiscale, Partita IVA, Codice Ateco 2007 (vedasi ANNEX 6) ed inoltre ne sono stati scaricati i bilanci come per il Gruppo 1.

La Tabella 6 presenta i dati relativi ai settori merceologici dei due campioni oggetto di analisi. È evidente che entrambi i gruppi sono stati selezionati al fine di garantire una somiglianza massima anche in termini di settore merceologico. Infatti, entrambi i gruppi sono composti dallo stesso numero totale di aziende, dimostrano dimensioni aziendali confrontabili e presentano un numero identico di imprese in ciascuna area merceologica.

AREA MERCEOLOGICA	DESCRIZIONE AREA MERCEOLOGICA	FREQUENZA GRUPPO	FREQUENZA GRUPPO	PERCENTUALE SUL TOT
10	INDUSTRIE ALIMENTARI	8	8	26,7%
13	INDUSTRIE TESSILI	1	1	3,3%
15	FABBRICAZIONE DI ARTICOLI IN PELLE E SIMILI	1	1	3,3%
17	FABBRICAZIONE DI CARTA E DI PRODOTTI DI CARTA	3	3	10,0%
25	FABBRICAZIONE DI PRODOTTI IN METALLO (ESCLUSI MACCHINARI E ATTREZZATURE)	1	1	3,3%
27	FABBRICAZIONE DI APPARECCHIATURE ELETTRICHE ED APPARECCHIATURE ELETTRICHE	2	2	6,7%
28	FABBRICAZIONE DI MACCHINARI ED APPARECCHIATURE NCA	2	2	6,7%
29	FABBRICAZIONE DI AUTOVEICOLI, RIMORCHI E SEMIRIMORCHI	1	1	3,3%
32	ALTRE INDUSTRIE MANIFATTURIERE	2	2	6,7%
41	COSTRUZIONE DI EDIFICI	1	1	3,3%
46	COMMERCIO ALL'INGROSSO (ESCLUSO QUELLO DI AUTOVEICOLI E DI MOTOCICLISTI)	5	5	16,7%
68	ATTIVITÀ IMMOBILIARI	1	1	3,3%
70	ATTIVITÀ DI DIREZIONE AZIENDALE E DI CONSULENZA GESTIONALE	2	2	6,7%
	TOTALE COMPLESSIVO	30	30	100,0%

Tabella 6 Classificazione merceologica Gruppo 1 e Gruppo 2

4.2 Descrizione delle variabili e della metodologia di analisi

La metodologia di analisi adottata ha previsto il confronto delle medie di diversi indicatori tra il Gruppo 1 e il Gruppo 2. Per realizzare ciò, è stato necessario acquisire i bilanci delle singole società dal 2017 al 2021 attraverso l'utilizzo del database AIDA. Successivamente, i bilanci sono stati oggetto di una riclassificazione al fine di uniformare le categorie e i criteri di analisi. Una volta completata la riclassificazione, sono stati calcolati gli indici rilevanti per ciascuna impresa. Successivamente, per ciascun indicatore è stata calcolata la media per il Gruppo 1 e il Gruppo 2, rispettivamente. Queste medie sono state poi confrontate per identificare eventuali differenze significative tra i due gruppi. Tale approccio di confronto delle medie ha consentito di valutare le divergenze e le somiglianze tra le prestazioni economico-finanziarie delle due categorie di imprese in esame.

Gli indicatori e le metriche di bilancio scelti forniscono una panoramica completa della situazione economica e finanziaria dell'impresa, coprendo indicatori di redditività, solvibilità, efficienza operativa e altro ancora.

Gli indici calcolati possono essere raggruppati in quattro famiglie di analisi:

- **indicatori di profittabilità** (fatturato, crescita percentuale del fatturato, EBITDA, EBITDA margin e cash conversion);
- **indicatori del working capital** (DPO, DSO, DIH e C2C);
- **indicatori di stabilità finanziaria** (PFN, PFN/EBITDA, patrimonio netto);
- **indicatori di redditività** (ROE, ROA).

4.2.1 Gli indicatori di profittabilità

Gli indicatori facenti parte della famiglia degli indicatori di profittabilità sono: il fatturato, la crescita percentuale del fatturato anno su anno, l'EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization), l'EBITDA margin (margine operativo lordo) e la cash conversion (conversione in liquidità). Il **fatturato** rappresenta il valore totale delle vendite o delle prestazioni di servizi effettuate da un'impresa durante un determinato periodo di tempo. La **crescita percentuale del fatturato** indica l'incremento o la diminuzione percentuale del fatturato rispetto a un periodo precedente di ogni impresa, fornendo una misura dell'andamento dell'attività aziendale nel tempo.

L'**EBITDA** è un indicatore di conto economico che rappresenta il reddito operativo lordo dell'impresa, al netto degli interessi, delle imposte, dell'ammortamento e della deprezzamento. Essendo un indicatore non influenzato dalle politiche contabili e dagli effetti finanziari, l'EBITDA fornisce una misura della redditività operativa dell'impresa. L'**EBITDA margin**, o **marginale operativo lordo**, è il rapporto tra l'EBITDA e il fatturato dell'impresa, espresso in percentuale (si veda formula 7). Questo indicatore fornisce una stima della redditività operativa dell'impresa in relazione alle sue entrate, consentendo di valutare l'efficienza e la gestione dei costi dell'impresa.

Equazione 7 Formula EBITDA Margin

$$EBITDA\ Margin = \frac{EBITDA}{Fatturato} * 100$$

La **cash conversion**, indica il rapporto tra il flusso di cassa operativo e il fatturato dell'impresa, espresso in percentuale (si veda formula 8). Questo indicatore misura la capacità dell'impresa di trasformare il suo fatturato in flussi di cassa positivi, riflettendo l'efficienza nella gestione del capitale circolante e la generazione di liquidità.

Equazione 8 Formula Cash Conversion

$$Cash\ Conversion = \frac{Cash\ Flow\ operativo\ lordo}{EBITDA} * 100$$

L'analisi di queste variabili permette di valutare diversi aspetti delle performance economico-finanziarie dell'impresa, come la sua capacità di generare entrate, la redditività operativa, l'efficienza nella gestione dei costi e la generazione di flussi di cassa. Questi indicatori forniscono informazioni cruciali per comprendere la situazione finanziaria dell'impresa e valutare la sua performance rispetto ad altre imprese del settore o a benchmark di riferimento.

4.2.2 Gli indicatori del working capital

Gli indicatori facenti parte della famiglia degli indicatori di profittabilità sono: DPO, DSO, DIH e C2C. Nel contesto di un'analisi incentrata su uno strumento di finanziamento del capitale circolante, il factoring, è di fondamentale importanza considerare le metriche di Days Sales Outstanding (DSO), Days Payable Outstanding (DPO) e Days of Inventory Held (DIH) e C2C (ciclo Cash-to-Cash). Queste metriche sono state discusse in dettaglio nel capitolo 1.2 sia dal punto di vista del calcolo che del loro

significato. Analizzando DSO, DPO, DIH e C2C in relazione all'utilizzo del factoring, è possibile valutare l'impatto di tale strumento sulla gestione del capitale circolante e sull'efficienza operativa dell'impresa.

4.2.3 Gli indicatori di stabilità finanziaria

Gli indicatori facenti parte della famiglia degli indicatori di stabilità finanziaria sono: posizione finanziaria netta (PFN), indicatore di distress PFN/EBITDA e patrimonio netto. Questi indicatori rivestono un ruolo cruciale nell'analisi in quanto forniscono informazioni significative sulla solidità finanziaria (e dunque come metrica di solvibilità da parte di un istituto di credito) e sulla capacità di un'impresa di fronteggiare eventuali situazioni di crisi.

La **posizione finanziaria netta (PFN)** rappresenta la differenza i debiti finanziari di un'azienda e le disponibilità liquide (si veda formula 9). Essa riflette la disponibilità di risorse finanziarie liquide dell'impresa e la sua capacità di far fronte ai suoi obblighi finanziari nel breve termine.

Equazione 9 Calcolo Posizione finanziaria netta

$$\text{Posizione finanziaria netta} = \text{Indebitamento finanziario} - \text{cassa}$$

L'indicatore di distress **PFN/EBITDA** misura la capacità di un'impresa di far fronte ai propri obblighi finanziari mediante il rapporto tra la PFN e l'EBITDA (si veda formula 10). Questo indicatore fornisce una misura della capacità di generare flussi operativi sufficienti per coprire i costi finanziari e i debiti dell'impresa. Un valore elevato dell'indicatore di distress può indicare una situazione di rischio finanziario più elevato per l'impresa.

Equazione 10 Calcolo pfn/EBITDA

$$\text{PFN /EBITDA} = \frac{\text{Posizione finanziaria netta}}{\text{EBITDA}}$$

Infine, il **patrimonio netto** rappresenta il valore residuo degli attivi dell'azienda dopo aver sottratto tutti i suoi debiti. Esso riflette la quantità di capitale proprio dell'impresa e la sua capacità di coprire eventuali perdite. Nel contesto dell'analisi sul factoring, questi indicatori sono importanti perché consentono di valutare la solidità finanziaria delle imprese coinvolte e la loro capacità di beneficiare del factoring come strumento di finanziamento del capitale circolante. L'analisi di questi indicatori fornisce una prospettiva più approfondita sulla situazione finanziaria delle imprese e sul loro potenziale di utilizzo del factoring come soluzione per migliorare la liquidità e ottimizzare la gestione dei flussi di cassa.

4.2.4 Gli indicatori di redditività

L'ultima famiglia di indicatori utilizzata per condurre l'analisi è rappresentata dai parametri di redditività, in particolare dal gruppo di indicatori ROE (Return on Equity) e ROA (Return on Assets). Benché questi indicatori siano di natura marginale rispetto all'obiettivo dell'analisi, possono fornire un supporto per evidenziare alcune tendenze relative alla redditività delle imprese prese in esame.

Il **Return on Equity (ROE)**, noto anche come rendimento del capitale proprio, è un indicatore di redditività che misura il rapporto tra il reddito netto generato da un'azienda e il capitale proprio investito (vedasi formula 11). Questo indicatore consente di interpretare la capacità di un'azienda di generare profitto in relazione al capitale investito. L'analisi del ROE può fornire informazioni sul grado di efficienza e redditività dell'impresa, poiché riflette la capacità dell'azienda di utilizzare in modo efficiente i propri fondi per generare utili. Un ROE elevato indica una maggiore redditività e una gestione efficace del capitale, mentre un ROE basso può suggerire problematiche di efficienza o di utilizzo dei fondi.

Equazione 11 Calcolo ROE

$$ROE = \frac{EAT \text{ earning after taxes}_t}{Net \ worth_{t-1}}$$

Il **Return on Assets (ROA)**, noto anche come rendimento degli asset, è un indicatore di redditività che misura la capacità di un'azienda di generare profitti in relazione agli asset totali impiegati. Questo indicatore fornisce una valutazione della produttività degli investimenti aziendali. Il ROA (si veda formula 12) viene calcolato dividendo il reddito netto dell'azienda per gli asset totali. Esso fornisce una misura della capacità dell'impresa di utilizzare in modo efficiente i propri asset per generare profitti. Un ROA elevato indica una maggiore redditività e un efficiente utilizzo degli asset aziendali, mentre un ROA basso può suggerire inefficienze nell'utilizzo dei fondi o una bassa capacità di generare profitti. L'analisi del ROA può offrire una prospettiva sulla produttività e l'efficienza dell'impresa nel generare profitti a fronte degli investimenti effettuati. Questo indicatore può essere particolarmente rilevante per le aziende che richiedono una gestione accurata degli asset, come ad esempio quelle che operano in settori intensivi di capitale o che hanno una presenza significativa di asset tangibili. Nell'ambito dell'analisi in esame, l'utilizzo del ROA contribuisce ad ampliare la comprensione delle performance finanziarie delle imprese prese in considerazione. Esso fornisce un'indicazione sulla redditività degli asset e sulla capacità dell'azienda di generare profitti sfruttando al meglio le risorse a sua disposizione. L'analisi del ROA può aiutare a valutare l'efficacia della

gestione aziendale e a identificare eventuali aree di miglioramento per ottimizzare l'utilizzo degli asset e massimizzare la redditività complessiva dell'impresa.

Equazione 12 Calcolo ROA

$$ROA = \frac{EBIT \text{ earnings before interest and taxes}_T}{\frac{Totale \text{ attivo}_t + Totale \text{ attivo}_{t-1}}{2}}$$

4.3 Considerazioni sulle performance delle imprese

In questo paragrafo verranno presentati e commentati i dati e le informazioni ricavati dall'analisi effettuata sulle imprese del Gruppo 1 e Gruppo 2. Pertanto, in questo paragrafo verranno fornite le principali evidenze emerse dall'analisi, che saranno poi oggetto di approfondimento e discussione. Nella Tabella 7 e nella Tabella 8 sono riassunte le metriche e gli indici economico-finanziari relativi alle imprese del Gruppo 1 e Gruppo 2 che saranno approfonditi nei paragrafi seguenti. Tali tabelle forniscono una panoramica esaustiva dei principali indicatori di bilancio.

MEDIA INDICI GRUPPO 1	2017	2018	2019	2020	2021
MEDIA FATTURATO	62.899.354 €	68.252.991 €	71.940.226 €	71.379.092 €	89.873.609 €
MEDIA CRESCITA FATTURATO	10,8%	10,2%	12,3%	0,8%	24,1%
MEDIA EBITDA	5.875.403 €	6.954.198 €	6.698.147 €	7.065.087 €	9.579.765 €
MEDIA EBITDA MARGIN	11,4%	12,2%	11,4%	13,4%	12,5%
MEDIA CASH CONVERSION	81,5%	78,4%	83,6%	81,2%	87,9%
MEDIA DPO	99,0	104,4	93,3	99,4	104,4
MEDIA DSO	85,4	85,4	75,4	78,9	74,7
MEDIA DIH	17,1	18,8	21,9	24,2	20,9
MEDIA C2C	4,51	-0,34	4,23	2,92	-9,15
MEDIA PFN	12.912.569 €	10.360.303 €	8.671.286 €	6.179.744 €	7.772.915 €
MEDIA PFN/EBITDA	3,6	2,2	1,5	1,4	1,6
MEDIA ROA	8,1%	8,6%	8,2%	6,5%	8,1%
MEDIA ROE	18,6%	20,5%	15,6%	23,3%	19,3%
MEDIA EBIT	5.844.277 €	5.058.390 €	4.438.159 €	3.702.819 €	5.840.387 €
MEDIA EAT	2.812.412 €	3.243.331 €	2.705.993 €	2.339.817 €	5.985.012 €
MEDIA PATRIMONIO NETTO	43.946.001 €	44.422.836 €	45.830.668 €	46.396.716 €	50.553.514 €

Tabella 7 Media indici Gruppo 1

MEDIA INDICI GRUPPO 2	2017	2018	2019	2020	2021
MEDIA FATTURATO	72.214.397 €	75.848.297 €	76.771.719 €	74.274.597 €	82.489.437 €
MEDIA CRESCITA FATTURATO	7,3%	13,5%	3,9%	-2,8%	13,6%
MEDIA EBITDA	4.609.153 €	4.174.369 €	4.699.592 €	5.143.975 €	4.472.378 €
MEDIA EBITDA MARGIN	7,9%	7,2%	7,8%	8,3%	7,3%
MEDIA CASH CONVERSION	77,4%	68,8%	73,8%	79,2%	62,9%
MEDIA DPO	91,4	90,0	89,3	90,3	94,0
MEDIA DSO	90,6	89,3	86,1	86,9	85,9
MEDIA DIH	27,1	33,2	34,3	39,3	36,1
MEDIA C2C	26,4	32,5	31,1	35,9	28,0
MEDIA PFN	4.218.789 €	4.621.392 €	5.000.034 €	5.765.881 €	5.606.359 €
MEDIA PFN/EBITDA	2,1	2,1	3,1	3,3	2,9
MEDIA ROA	7,1%	5,8%	6,3%	6,9%	4,3%
MEDIA ROE	13,0%	11,8%	21,4%	14,2%	4,8%
MEDIA EBIT	2.403.341 €	1.878.864 €	1.396.498 €	2.857.532 €	1.724.847 €
MEDIA EAT	1.261.766 €	857.907 €	604.769 €	1.503.614 €	979.234 €
MEDIA PATRIMONIO NETTO	21.737.965 €	21.347.805 €	20.578.703 €	23.372.870 €	24.869.360 €

Tabella 8 Media indici Gruppo 2

COEFFICIENTE DI VARIAZIONE GRUPPO 1	2017	2018	2019	2020	2021
MEDIA FATTURATO	93,0%	94,9%	90,7%	85,0%	91,0%
MEDIA CRESCITA FATTURATO	161,5%	130,9%	246,0%	3160,9%	87,2%
MEDIA EBITDA	170,1%	158,2%	146,4%	130,9%	155,4%
MEDIA EBITDA MARGIN	62,9%	51,6%	68,5%	84,5%	60,4%
MEDIA CASH CONVERSION	19,6%	10,7%	24,5%	15,2%	34,7%
MEDIA DPO	42,9%	43,8%	41,8%	47,4%	39,1%
MEDIA DSO	43,0%	56,5%	61,3%	63,9%	57,0%
MEDIA DIH	85,4%	98,3%	98,6%	98,0%	99,7%
MEDIA C2C	1354,4%	-17107,6%	1245,6%	1866,4%	-646,5%
MEDIA PFN	286,7%	253,5%	460,0%	732,5%	522,5%
MEDIA PFN/EBITDA	312,8%	223,9%	306,7%	424,1%	327,7%
MEDIA ROA	93,8%	82,6%	109,3%	110,1%	108,3%
MEDIA ROE	99,0%	135,3%	104,9%	189,6%	128,9%
MEDIA EBIT	256,6%	170,5%	172,7%	158,6%	178,8%
MEDIA EAT	407,4%	168,5%	172,4%	607,9%	186,3%
MEDIA PATRIMONIO NETTO	202,9%	197,0%	192,1%	155,1%	154,0%

Tabella 9 Coefficiente di variazione del Gruppo 1

COEFFICIENTE DI VARIAZIONE GR 2017	2018	2019	2020	2021	
MEDIA FATTURATO	87,4%	88,6%	85,9%	88,4%	83,0%
MEDIA CRESCITA FATTURATO	112,0%	305,7%	1043,3%	-3205,3%	184,8%
MEDIA EBITDA	92,2%	90,0%	110,4%	92,6%	90,3%
MEDIA EBITDA MARGIN	61,1%	56,2%	101,6%	67,2%	58,0%
MEDIA CASH CONVERSION	18,2%	34,3%	33,8%	31,5%	26,5%
MEDIA DPO	57,1%	54,0%	56,1%	68,0%	53,8%
MEDIA DSO	56,9%	56,4%	60,1%	64,1%	61,1%
MEDIA DIH	135,0%	140,5%	139,7%	138,6%	121,3%
MEDIA C2C	195,5%	163,1%	157,2%	147,7%	161,6%
MEDIA PFN	272,0%	251,2%	250,8%	317,1%	241,1%
MEDIA PFN/EBITDA	165,5%	158,1%	283,0%	205,9%	291,3%
MEDIA ROA	104,9%	81,4%	121,8%	91,1%	98,6%
MEDIA ROE	88,9%	127,4%	142,2%	147,3%	111,9%
MEDIA EBIT	89,3%	132,7%	158,5%	107,4%	103,0%
MEDIA EAT	114,1%	188,3%	213,3%	157,5%	123,2%
MEDIA PATRIMONIO NETTO	152,8%	156,4%	155,8%	141,3%	136,0%

Tabella 10 Coefficiente di variazione del Gruppo 2

Entrambi i campioni analizzati presentano un'alta **variabilità relativa** (vedasi Tabella 9 per il Gruppo 1 e Tabella 10 per il Gruppo 2), o **coefficiente di variazione**. Questo risultato non deve sorprendere in quanto come discusso nel paragrafo 4.1 il Gruppo 1 è costituito da imprese di dimensione molto eterogenea tra di loro e la dimensione di un'impresa è in grado di impattare sulla performance delle altre metriche prese in considerazione. Al contempo, l'alta variabilità presente nel gruppo 2 è giustificata dal fatto che il campione di controllo è stato costruito in termini di dimensione aziendale e tipologia merceologica il più simile possibile al gruppo 1. La variabilità relativa è stata calcolata, per ciascun indice di entrambi i gruppi, attraverso il rapporto della deviazioni standard campionaria rapportato alla media campionaria del medesimo indice (vedasi formula 13). Essa fornisce un'indicazione sulla dispersione dei valori rispetto alla media in termini relativi.

Equazione 13 Calcolo Coefficiente di variabilità

$$\text{Coefficiente di variabilità} = \frac{\text{Deviazione standard campionaria}}{\text{Media campionaria}}$$

L'alta variabilità relativa può derivare da diversi fattori, come la diversità delle dimensioni aziendali, la diversificazione dei settori industriali rappresentati nel campione e le differenze nella gestione finanziaria e operativa delle imprese.

Nelle sottosezioni successive, verranno analizzati e interpretati i risultati relativi ad ogni categoria, al fine di fornire una comprensione esaustiva delle performance delle imprese analizzate.

4.3.1 Analisi della performance di profittabilità delle imprese

La Tabella 11 mostra la media dei fatturati per il Gruppo 1 e il Gruppo 2. Tuttavia, per ottenere una valutazione più precisa, è importante considerare anche la crescita annua media dei ricavi per ciascuna impresa. La Tabella 12 confronta pertanto la media della crescita annua di ogni impresa. Questo approccio è necessario poiché le imprese nei campioni hanno dimensioni diverse, e la media assoluta dei fatturati potrebbe essere influenzata dalle aziende più grandi, mentre la media della crescita annua dei ricavi da quelle più piccole.

MEDIA FATTURATO	2017	2018	2019	2020	2021
GRUPPO 1	62.899.354 €	68.252.991 €	71.940.226 €	71.379.092 €	89.873.609 €
GRUPPO 2	71.764.354 €	74.937.597 €	73.523.482 €	73.401.360 €	77.960.038 €

Tabella 11 Media fatturato

MEDIA CRESCITA FATTURATO YoY	2017	2018	2019	2020	2021
GRUPPO 1	10,8%	10,2%	12,3%	0,8%	24,1%
GRUPPO 2	10,4%	12,4%	1,1%	-0,6%	13,6%

Tabella 12 Crescita annua media del fatturato

La visualizzazione dei dati mediante istogrammi consente di individuare eventuali correlazioni o dipendenze tra le variabili in analisi, permettendo di trarre conclusioni più precise e affidabili circa la natura e l'entità delle relazioni esistenti.

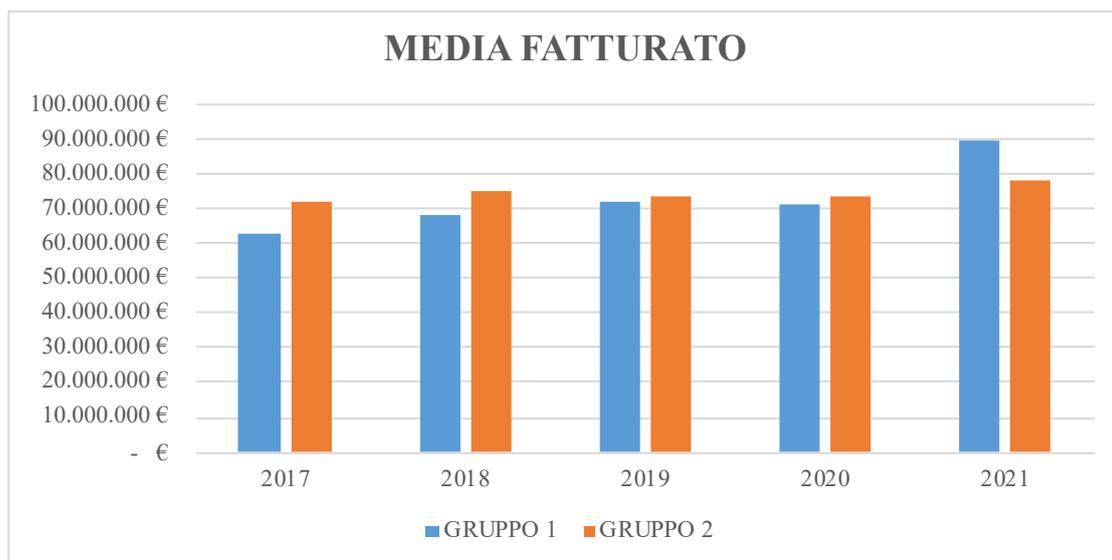


Grafico 19 Confronto media fatturati

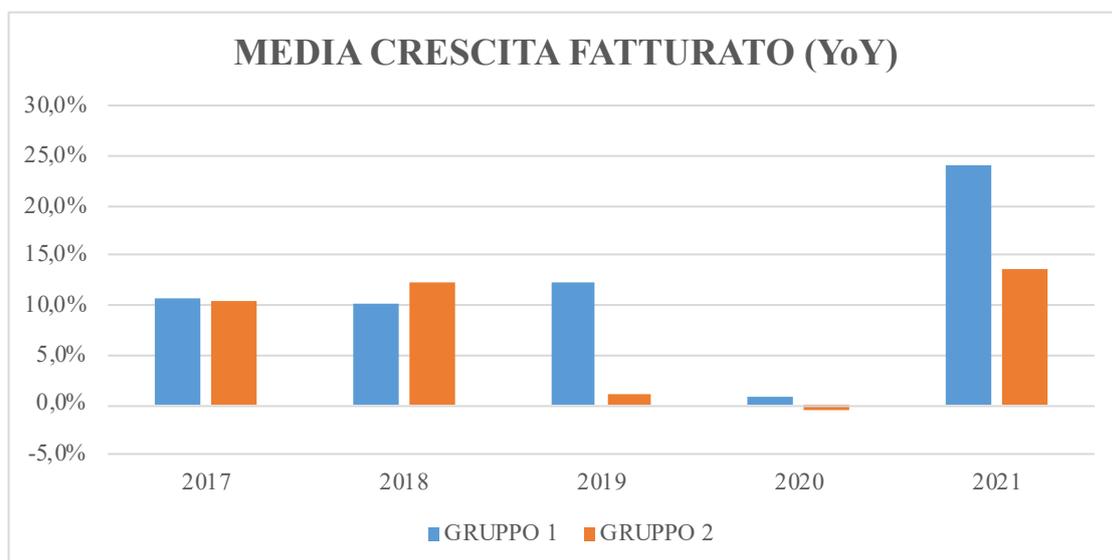


Grafico 20 Confronto media della crescita anno su anno (Year on Year) di ogni impresa

Analizzando i dati relativi ai fatturati delle imprese del Gruppo 1 e del Gruppo 2, emerge una leggera differenza tra i due campioni. Il Gruppo 1 ha registrato una crescita costante nel periodo 2017-2021, con un CAGR del 9,3%, mentre il Gruppo 2 ha registrato una crescita inferiore, con un CAGR del 2,1%. Inoltre, confrontando questi dati con la crescita media del PIL italiano nello stesso periodo, pari a circa il 1,8%, si può notare che il Gruppo 1 ha ottenuto un risultato decisamente migliore. La prestazione del Gruppo 1 dal 2017 fino al 2019 ha presentato una crescita media annua del fatturato del 6,9%.

Alla fine del 2019, circa il 70% delle aziende nel campione ha iniziato a utilizzare il factoring, raggiungendo il 100% entro la fine del 2020. Nel periodo compreso tra il 2019 e il 2021, il Gruppo 1 ha registrato una crescita media annua del 11,8%, mostrando una correlazione positiva con l'utilizzo

del factoring. Tuttavia, nel 2020, l'impatto della pandemia da Covid-19 ha influenzato le performance di entrambi i campioni, che hanno registrato una lieve contrazione. Analizzando la crescita media del fatturato di ogni impresa, si può notare che il Gruppo 1 ha mostrato una performance di crescita più stabile nel tempo rispetto al Gruppo 2, ad eccezione del 2020. Nonostante la crescita sia stata bassa, il Gruppo 1 è riuscito a mantenere una crescita positiva rispetto alla media del fatturato di ogni impresa nel campione di controllo, che invece ha registrato una crescita negativa.

Seppur il factoring non influenzi direttamente l'aumento del fatturato, esso è uno strumento che permette di supportare strategie di crescita più aggressive con un fabbisogno di capitale inferiore (vedasi paragrafi 4.3.2 e 4.3.3) e di garantire una crescita per le imprese più stabile nel tempo (vedi grafico 2).

Nella tabella 13, 14 e 15 troviamo rispettivamente i risultati medi, per il Gruppo 1 e per il Gruppo 2, dell'EBITDA, del margine operativo lordo (EBITDA Margin) e della Cash Conversion.

MEDIA EBITDA	2017	2018	2019	2020	2021
GRUPPO 1	5.875.403 €	6.954.198 €	6.698.147 €	7.065.087 €	9.579.765 €
GRUPPO 2	6.763.656 €	7.186.476 €	6.078.849 €	6.697.186 €	6.824.810 €

Tabella 13 Media EBITDA

MEDIA EBITDA MARGIN	2017	2018	2019	2020	2021
GRUPPO 1	9,8%	10,9%	11,4%	13,4%	12,5%
GRUPPO 2	10,7%	10,6%	8,4%	10,0%	10,0%

Tabella 14 Media EBITDA Margin

MEDIA CASH CONVERSION	2017	2018	2019	2020	2021
GRUPPO 1	81,5%	78,4%	83,6%	81,2%	87,9%
GRUPPO 2	75,5%	72,8%	72,9%	81,0%	77,2%

Tabella 15 Media Cash Conversion

Le medie delle metriche sono state confrontate nei grafici 21,22 e 23.

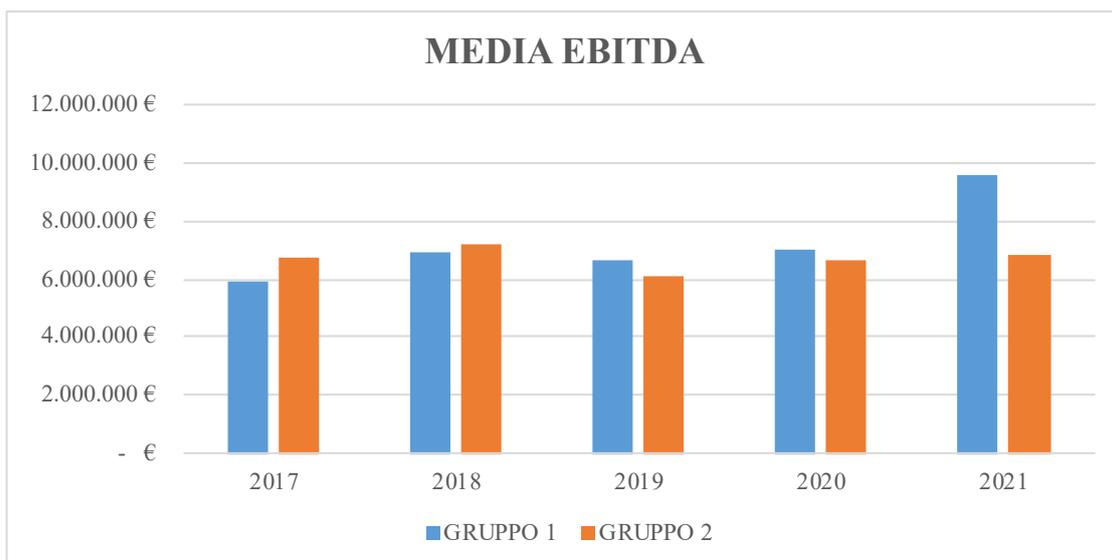


Grafico 21 Confronto medie EBITDA

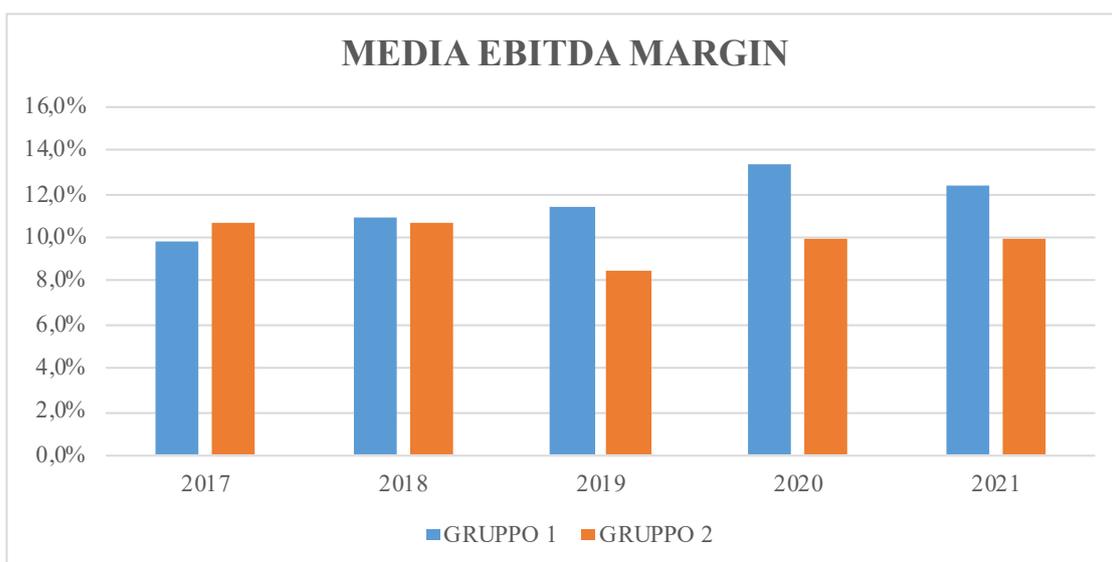


Grafico 22 Confronto medie EBITDA Margin

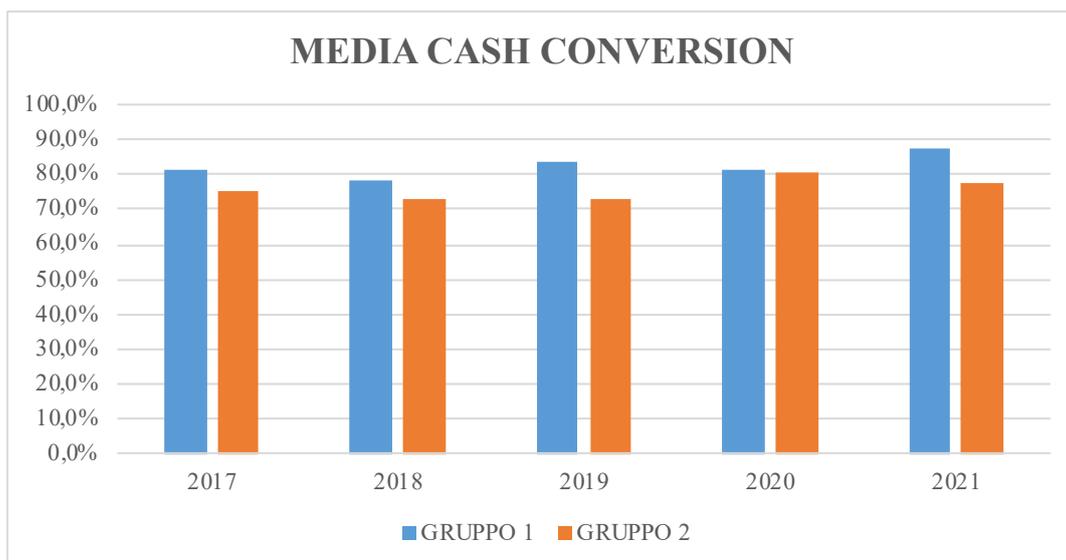


Grafico 23 Confronto media Cash Conversion

Il factoring permette di esternalizzare la gestione e la riscossione dei crediti per conto dell'impresa. Questo può ridurre i costi di gestione del credito, come ad esempio i costi del personale dedicato alla gestione dei crediti, i costi di recupero dei crediti in caso di insolvenza dei clienti e i costi delle procedure legali. Una riduzione dei costi operativi può contribuire a incrementare l'EBITDA. Osservando il grafico 21 vi è una correlazione tra l'utilizzo del factoring e l'aumento di EBITDA. Il Gruppo 1 ha mostrato, dal 2019, livelli medi di EBITDA più elevati rispetto al Gruppo 2, nonostante presenti un fatturato medio inferiore. Ciò è evidente osservando il grafico 22 relativo al margine operativo lordo. Inoltre, l'utilizzo del factoring può contribuire a ridurre il rischio di insolvenza dei clienti attraverso servizi di valutazione della solvibilità e monitoraggio dei pagamenti. Ciò significa che l'impresa è meno esposta al rischio di mancati pagamenti da parte dei clienti insolventi. Un minor rischio di insolvenza si traduce in una maggiore stabilità finanziaria per l'impresa e può contribuire a preservare e migliorare l'EBITDA.

Osservando i 5 anni in esame il Gruppo 1 ha presentato un CAGR dell'EBITDA del 13,8% mentre il Gruppo 2 un CAGR dell'0,2%. Se si mette in relazione questo dato con il CAGR relativo al fatturato dei due gruppi ne risulta evidente che il Gruppo 1 non solo ha aumentato il suo livello di EBITDA nel tempo ma lo ha fatto crescere più della crescita del fatturato, a differenza del Gruppo 2 invece che pur mantenendo una crescita del fatturato non è riuscito a mantenere un livello costante di profittabilità. La marginalità media del Gruppo 1 tra il 2017 e il 2019 è stata circa del 10,7% mentre la marginalità media tra il 2019 e il 2021 è stata del 12,9%, il Gruppo 2 ha mantenuto una marginalità media sui 5 anni del 10%. L'aumento di 100 punti base dell'EBITDA margin può essere riconducibile all'utilizzo del factoring, inoltre va sottolineato che dal 2017 al 2019 la crescita media dell'EBITDA per il Gruppo 1 è stata del 6,8% mentre dal 2019 al 2021 è stata del 19,6%. Ricordiamo che a fine

2020 la totalità delle imprese costituenti il Gruppo 1 ha utilizzato il factoring nelle sue varie forme per poter finanziare il capitale circolante. Ciò può essere correlato al fatto che l'utilizzo del factoring può migliorare la posizione di negoziazione dell'impresa con i fornitori. Avendo a disposizione liquidità immediata attraverso il factoring, l'impresa può negoziare condizioni di pagamento più vantaggiose con i propri fornitori, ad esempio ottenendo sconti per pagamenti anticipati o condizioni di pagamento più favorevoli. Ciò può contribuire a ridurre i costi di approvvigionamento e migliorare la redditività complessiva dell'impresa. Nello specifico il factoring permetterebbe facilmente di contrarre i tempi di pagamento dei fornitori (venendo loro incontro con liquidità) e diluire i tempi di pagamento dei clienti in maniera veloce senza subire grosse conseguenze sul fabbisogno di capitale circolante. Il motivo di tale stabilità finanziaria è che l'impresa cede i propri crediti al factor, il quale, avendo maggiore liquidità a disposizione, può aiutare contemporaneamente più imprese nella filiera. Inoltre, l'utilizzo di tale strumento consentirebbe alle imprese di beneficiare dello "Sconto cassa" da parte dei fornitori, ottenendo così prezzi più convenienti e migliorando di conseguenza la loro redditività. In secondo luogo, il factoring offre alle imprese la possibilità di accettare contratti con fornitori che richiedono tempi di pagamento più brevi e contratti con clienti che concedono dilazioni di pagamento più lunghe, senza che ciò abbia un impatto significativo sul capitale circolante. Questa opportunità viene resa possibile grazie all'utilizzo di un approccio combinato di factoring pro-soluto e di una soluzione di reverse factoring, come ad esempio il prodotto AWCS offerto dalla Hoshin Corporate Finance. In questo modo, le imprese sono in grado di selezionare i loro fornitori e clienti in modo più accurato, ottenendo un miglioramento della qualità delle imprese fornitrici e dei clienti e costruendo rapporti di partnership strategici che rendono la filiera più resiliente e stabile anche di fronte a shock esogeni di mercato.

Anche la Cash Conversion sembra presentare una lieve correlazione tra l'utilizzo del factoring e la capacità di un'impresa di convertire il cassa le sue entrate operative. Mediamente il Gruppo 1 presenta una Cash Conversion migliore del Gruppo 2. Dal 2017 al 2019 il Gruppo 1 ha avuto una Cash Conversion media del 81,2%, mentre dal 2019 al 2021 è migliorata di 340 punti base presentando un valore medio dell'84,5%. Trasformando i crediti commerciali in liquidità immediata, l'impresa può utilizzare la liquidità ottenuta per finanziare le proprie operazioni, pagare i fornitori in modo tempestivo e sfruttare eventuali opportunità di investimento o espansione. Ciò consente di ridurre la dipendenza da finanziamenti esterni o da linee di credito bancario e favorisce una gestione più efficiente del capitale circolante.

Infine, dati suggeriscono che l'utilizzo del factoring possa essere correlato ad una maggiore stabilità in termini di profittabilità durante shock esogeni di mercato come il COVID-19 garantendo una maggiore resilienza alla filiera.

4.3.2 Analisi della performance del working capital delle imprese: metriche e indici di valutazione

Al fine di condurre un'analisi della performance del capitale circolante delle imprese, sono state determinate le medie dei giorni di pagamento fornitori (DPO), dei giorni di incasso clienti (DSO), dei giorni di inventario (DIH) e infine del ciclo di conversione del capitale circolante (C2C) per il Gruppo 1 e il Gruppo 2. Le tabelle 16,17,18 e 19 riportano le medie in giorni delle metriche oggetto di analisi, le quali vengono messe a confronto nei grafici 24,25,26 e 27.

MEDIA DPO	2017	2018	2019	2020	2021
GRUPPO 1	99,0	104,4	93,3	99,4	104,4
GRUPPO 2	81,0	78,4	83,4	84,1	85,1

Tabella 16 Media giorni di pagamento fornitori DPO

MEDIA DSO	2017	2018	2019	2020	2021
GRUPPO 1	85,4	85,4	75,4	78,9	74,7
GRUPPO 2	90,3	86,2	86,4	82,4	83,1

Tabella 17 Media giorni di incasso clienti DSO

MEDIA DIH	2017	2018	2019	2020	2021
GRUPPO 1	17,1	18,8	21,9	24,2	20,9
GRUPPO 2	32,1	40,7	44,2	48,6	41,0

Tabella 18 Media giorni di inventario DIH

MEDIA C2C	2017	2018	2019	2020	2021
GRUPPO 1	4,5	-0,3	4,2	2,9	-9,2
GRUPPO 2	41,5	48,4	47,2	46,9	39,0

Tabella 19 Media giorni del ciclo di conversione del capitale circolante C2C

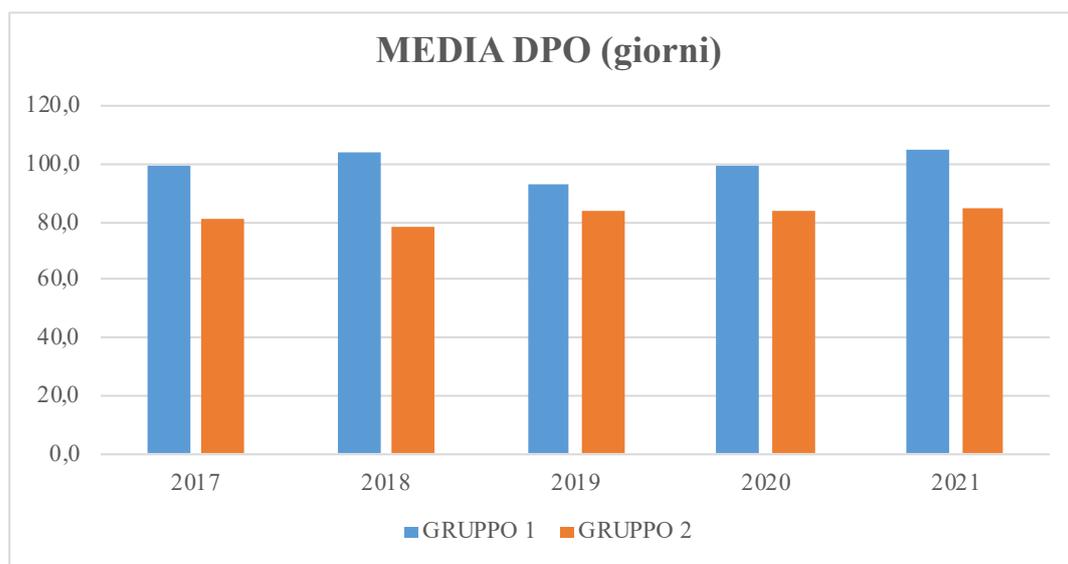


Grafico 24 Confronto media dei giorni di pagamento fornitori DPO

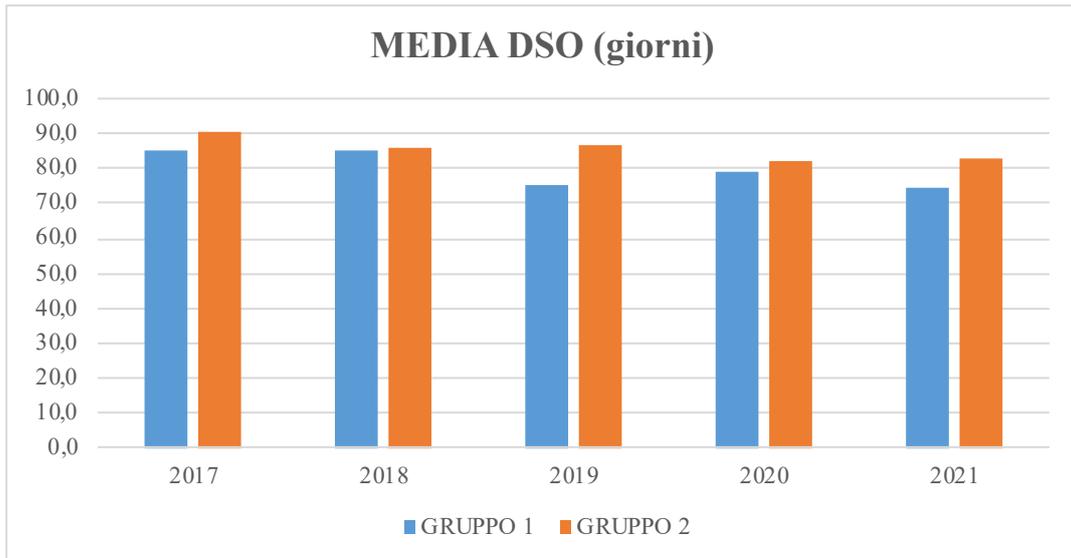


Grafico 25 Confronto media dei giorni di incasso dai clienti DSO

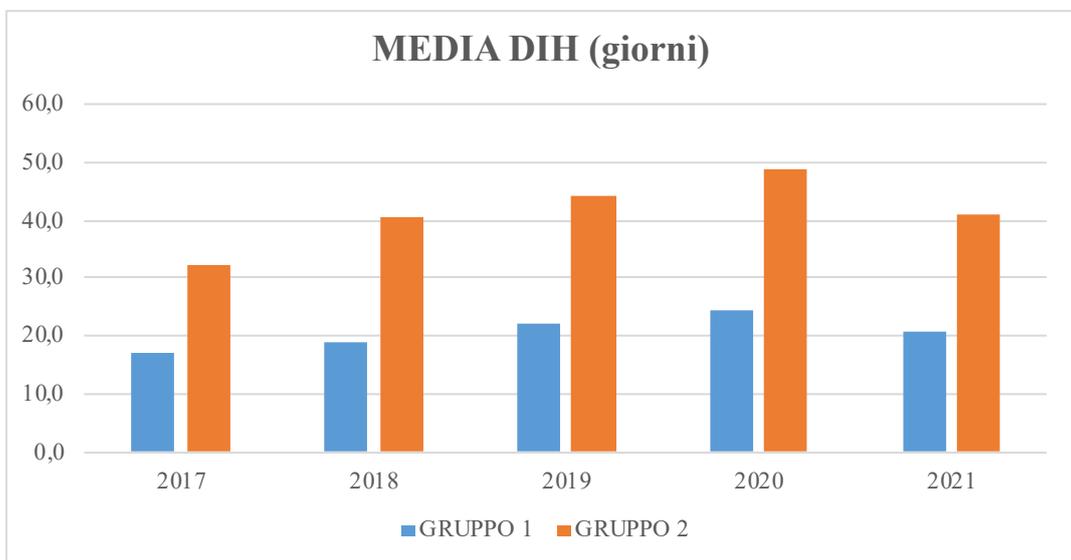


Grafico 26 Confronto media dei giorni di inventario DIH

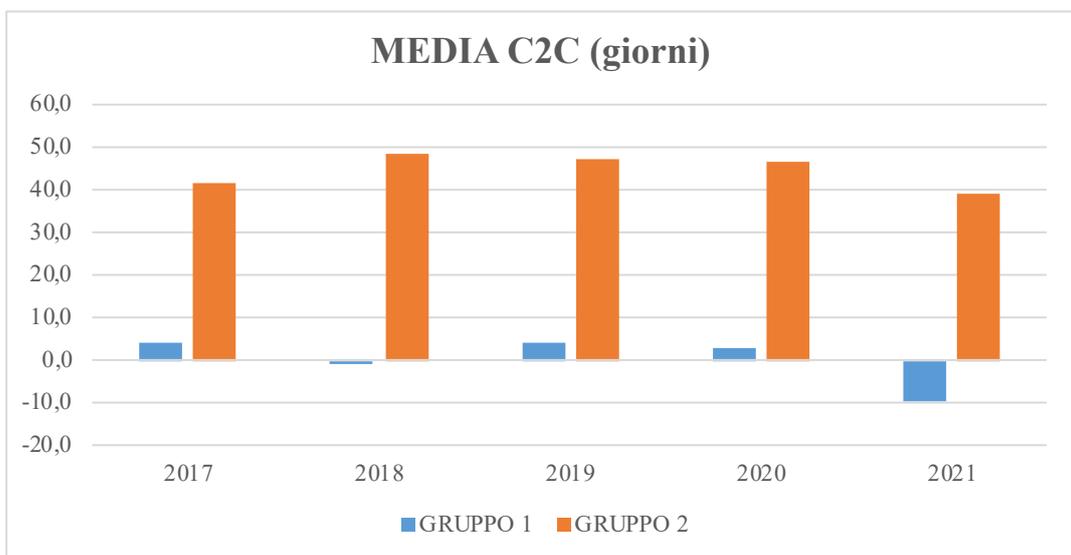


Grafico 27 Confronto media giorni del ciclo di conversione del capitale circolante

Il grafico 24 evidenzia la differenza nella durata media dei pagamenti alle aziende fornitori tra il Gruppo 1 e il Gruppo 2. Entrambi i gruppi presentano una durata media elevata dei pagamenti, tuttavia il Gruppo 1 mostra in media un livello più alto, suggerendo un notevole potere contrattuale per le imprese appartenenti a questo gruppo. Il grafico 25 mostra la durata media dell'incasso da parte dei clienti, evidenziando che il Gruppo 1 ha una durata media di incasso inferiore. Inoltre, si può notare una correlazione con l'uso del factoring, in quanto la durata dei pagamenti ai fornitori viene ridotta nel periodo dal 2019 al 2021.

Analizzando il grafico 27, si nota chiaramente che il Gruppo 1 ha una gestione del ciclo bassa e, in alcuni casi, addirittura negativa. Inoltre, si può osservare che dal 2019 al 2021 la gestione del ciclo nel Gruppo 1 è stata ben ottimizzata rispetto al Gruppo 2. Questo risultato è raggiunto nonostante la strategia di crescita analizzata nel paragrafo precedente.

Questi risultati, uniti anche ai livelli di inventario mediamente più bassi, vedi grafico 26, suggeriscono che il factoring è generalmente utilizzato da un management molto esperto ed attento alla cassa e al livello di capitale circolante. In un contesto in cui il management di un'azienda si prefigge l'obiettivo di crescere attraverso l'aumento dei volumi di vendita e del fatturato, allo scopo di incrementare il proprio valore, è importante sottolineare come, contemporaneamente, un basso livello di capitale circolante netto sia in grado di aumentare il valore stesso dell'impresa. Ciò è possibile giacché con una gestione finanziaria efficiente, l'azienda sarà in grado di garantire una maggiore stabilità dei flussi di cassa. In tal modo, la posizione finanziaria netta risulterà meno gravosa per l'azienda, sia perché la cassa risulterà maggiorata dall'autofinanziamento, sia perché il debito sarà inferiore grazie alle fonti di finanziamento esterne.

È evidente che l'utilizzo di un determinato strumento di supply chain finance, come il factoring, può fare la differenza nella massimizzazione del valore e della stabilità finanziaria a lungo termine per un'azienda che intende migliorare le proprie performance. Come abbiamo visto nel paragrafo 4.2.1., dove sono stati analizzati i livelli di crescita del fatturato, l'adozione del factoring può essere particolarmente vantaggiosa. Questo strumento può supportare l'azienda anche in caso di adozione di una strategia di crescita aggressiva, contribuendo a ottimizzare la gestione finanziaria e a raggiungere risultati migliori in termini di valore e stabilità.

4.3.3 Analisi della performance di stabilità finanziaria delle imprese: metriche e indici di valutazione

L'analisi della solidità patrimoniale delle imprese e della loro buona salute finanziaria rappresenta uno degli aspetti fondamentali per comprendere la loro capacità di resistere a eventuali difficoltà economiche e finanziarie. Metriche chiave del lavoro di ricerca, in questa sezione saranno analizzati la **posizione finanziaria netta (pfn)**, la **pfn/ EBITDA** e infine il **patrimonio netto** delle imprese.

MEDIA PFN	2017	2018	2019	2020	2021
GRUPPO 1	12.912.569 €	10.360.303 €	8.671.286 €	6.179.744 €	7.772.915 €
GRUPPO 2	3.657.212 €	4.190.378 €	4.508.538 €	4.160.170 €	5.188.664 €

Tabella 20 Media posizione finanziaria netta PFN

MEDIA PFN/EBITDA	2017	2018	2019	2020	2021
GRUPPO 1	3,6	2,2	1,5	1,4	1,6
GRUPPO 2	1,2	1,4	2,4	1,5	1,2

Tabella 21 Media posizione finanziaria netta/ EBITDA

MEDIA PATRIMONIO NETTO	2017	2018	2019	2020	2021
GRUPPO 1	43.946.001 €	44.422.836 €	45.830.668 €	46.396.716 €	50.553.514 €
GRUPPO 2	28.451.742 €	29.057.020 €	29.408.300 €	32.855.664 €	35.059.275 €

Tabella 22 Media patrimonio netto

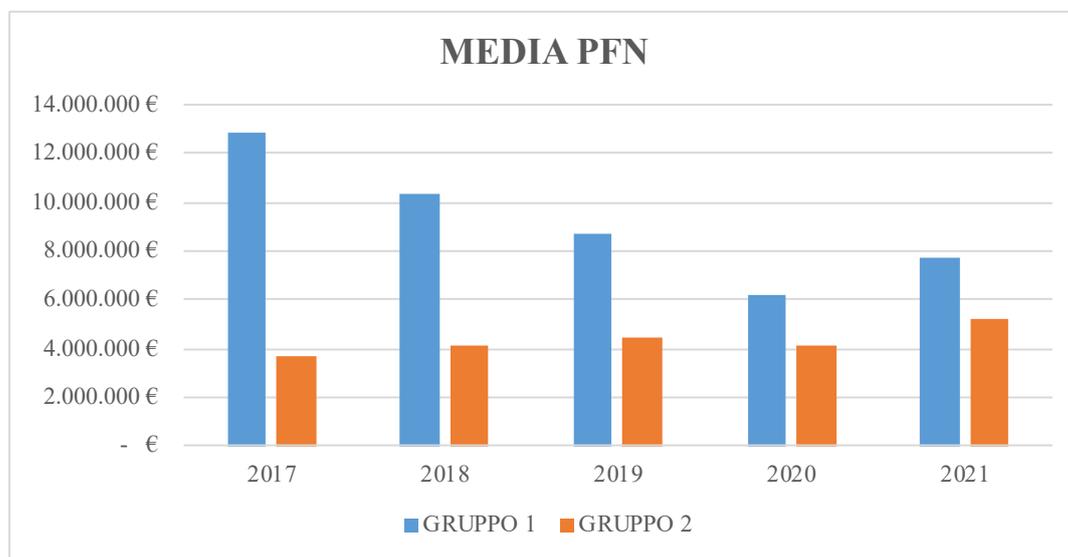


Grafico 28 Confronto della media della PFN

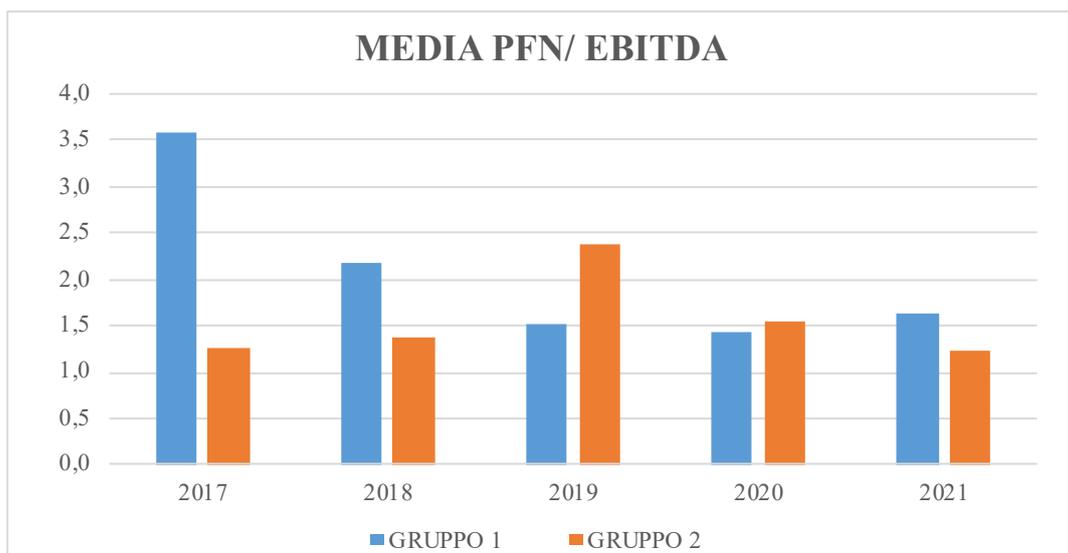


Grafico 29 Confronto media pfn/ EBITDA

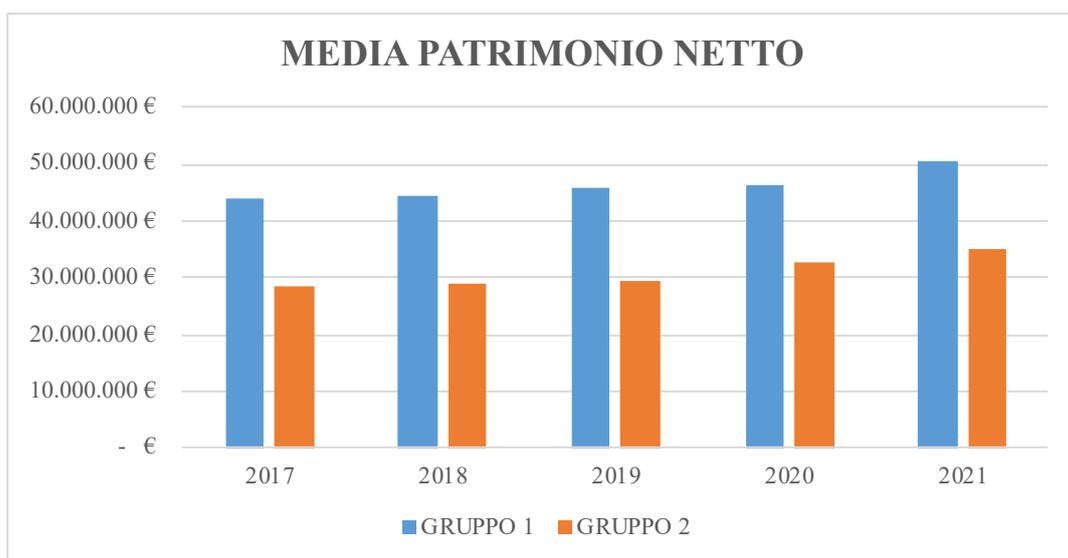


Grafico 30 Confronto media patrimonio netto

Analizzando la posizione finanziaria netta, evidenziata nel grafico 28, è possibile notare una differenza significativa tra il Gruppo 1 e il Gruppo 2. Mediamente, il Gruppo 1 presenta una posizione finanziaria netta nettamente superiore rispetto al Gruppo 2. Nel corso del tempo, si osserva che la posizione finanziaria netta del Gruppo 1 tende a diminuire, mentre quella del Gruppo 2 presenta una tendenza crescente per poi stabilizzarsi nel tempo.

Per valutare il "distress" delle imprese, è necessario rapportare la posizione finanziaria netta all'EBITDA. Osservando il grafico 29, si può notare che, nel periodo compreso tra il 2017 e il 2018, il Gruppo 1 ha registrato in media una lieve condizione di distress, mentre il Gruppo 2 ha mantenuto una condizione più stabile e contenuta. Successivamente, alla fine del 2019 e durante tutto il 2020, l'economia è stata colpita da un'imprevista perturbazione esterna, ovvero la pandemia di Covid-19.

In questo contesto, il Gruppo 1 ha aumentato l'utilizzo del factoring come strumento finanziario. È emersa una chiara correlazione tra l'utilizzo del factoring e un significativo miglioramento della stabilità finanziaria delle imprese coinvolte.

Il Gruppo 1 non solo è in grado di assorbire meglio lo shock di mercato causato dal Covid-19 ma è in grado di migliorare la pfn/EBIDTA anche in un periodo di espansione delle vendite come visto nel capitolo 4.3.1. Il Gruppo 2 invece dal 2019 al 2020 aumenta drasticamente la sua PFN/EBIDTA, questo dovuto principalmente ad un aumento del debito. Il primo campione ha presentato una solidità finanziaria più stabile nel tempo, assorbendo senza problemi lo shock presentato dal coronavirus e gestendo la crescita dell'impresa in modo sano.

Un valore basso di PFN/EBITDA indica che l'azienda ha una bassa esposizione al debito e un buon flusso di cassa generato dalle operazioni, il che a sua volta si traduce in una maggiore stabilità finanziaria e capacità di investimento per l'azienda. Dal punto di vista finanziario questo si traduce in miglioramento del rating delle imprese, che porta con sé tre vantaggi impliciti:

- Costo del debito inferiore;
- Accesso a nuove linee di credito superiori;
- Miglior rapporto di fiducia tra impresa ed istituzione finanziaria partner dell'impresa stessa.

Dal punto di vista strategico/ manageriale i vantaggi ottenuti da un miglioramento del rating si traducono in una maggiore competitività dell'impresa sul mercato, consentendole di:

- Poter ottenere utili finali superiori ai competitor in quanto a parità di leva finanziaria il costo degli oneri finanziari sarà inferiore, il che si tradurrà in un valore residuale superiore o per gli azionisti o per finanziare la propria crescita con mezzi propri.
- Poter ottenere un accesso al credito per debiti di medio/ lungo termine facilitato, consentendole di effettuare in modo più efficiente e con un tempismo inferiore rispetto ai competitor, investimenti di natura strategica.
- Una relazione solida e collaborativa tra un'impresa e il proprio partner finanziario può aiutare ad ottenere soluzioni finanziarie su misura per gli investimenti di natura strategica o di finanza straordinaria, fornendo un vantaggio competitivo nella realizzazione degli obiettivi aziendali. Il rapporto tra un'impresa e il proprio partner finanziario riveste un'importanza cruciale per il successo di investimenti strategici o di finanza straordinaria, come l'acquisizione o la fusione

di altre aziende. Una buona relazione tra le due parti può portare a soluzioni finanziarie ad hoc e ad una maggiore flessibilità nel raggiungimento degli obiettivi aziendali. Un altro aspetto importante è la trasparenza e la comunicazione efficace tra le due parti, che può aiutare a prevenire malintesi e conflitti che potrebbero ostacolare il successo degli investimenti. La trasparenza può anche fornire al partner finanziario la fiducia necessaria per supportare l'impresa in un momento critico, come un periodo di difficoltà finanziaria come può essere il covid.

Guardando infine al grafico 30, che mostra la media del patrimonio netto dei due gruppi presi in considerazione, si nota che il Gruppo 1 ha un patrimonio netto superiore in ogni anno analizzato. Questo dato indica che il Gruppo 1 ha accumulato una maggiore ricchezza netta rispetto al Gruppo 2, il che suggerisce che tale gruppo ha beneficiato di una migliore gestione finanziaria e/o ha generato maggiori profitti rispetto al Gruppo 2, in linea con i risultati degli indicatori precedenti. Non si evidenzia una correlazione diretta tra il patrimonio netto e l'utilizzo del factoring, ma è evidente una correlazione tra una buona gestione aziendale supportata da un valido management e la capacità di creare valore per gli azionisti.

4.3.4 Analisi della performance di redditività delle imprese: metriche e indici di valutazione

Esaminare le prestazioni di redditività delle aziende, in particolare attraverso l'analisi del Return on Equity (ROE) e del Return on Assets (ROA), rappresenta un elemento cruciale per valutare la loro performance e la capacità di generare profitti. Tali indicatori forniscono una misura della redditività dell'investimento di capitale e dell'efficienza nell'impiego delle risorse aziendali per produrre guadagni.

MEDIA ROE	2017	2018	2019	2020	2021	
GRUPPO 1		18,6%	20,5%	15,6%	23,3%	19,3%
GRUPPO 2		18,6%	18,7%	11,1%	14,8%	12,5%

Tabella 23 Media indice Return on Equity (ROE)

MEDIA ROA	2017	2018	2019	2020	2021	
GRUPPO 1		8,1%	8,6%	8,2%	6,5%	8,1%
GRUPPO 2		9,0%	8,2%	6,6%	6,4%	5,4%

Tabella 24 Media indice Return on Assets (ROA)

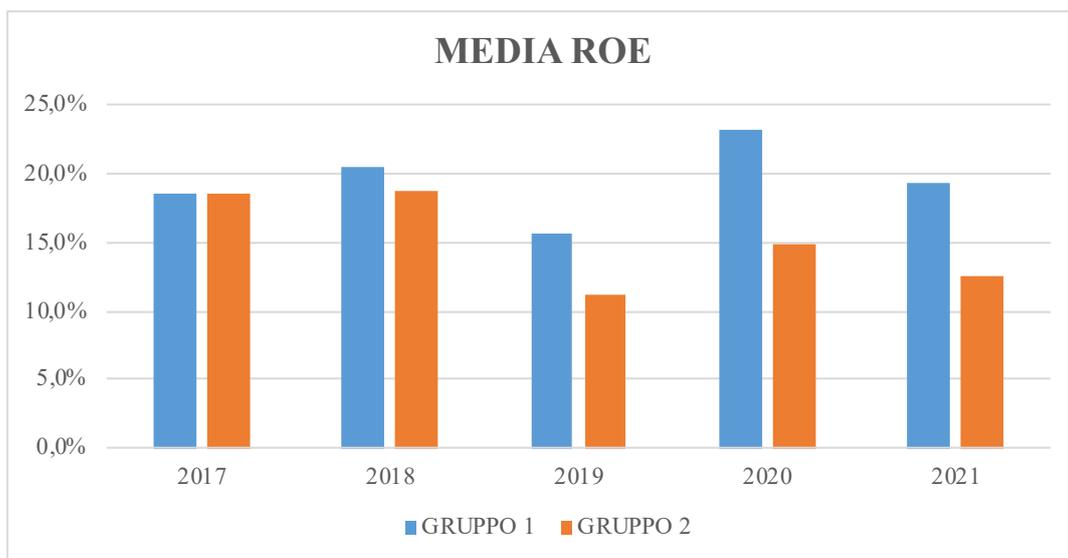


Grafico 31 Confronto media ROE

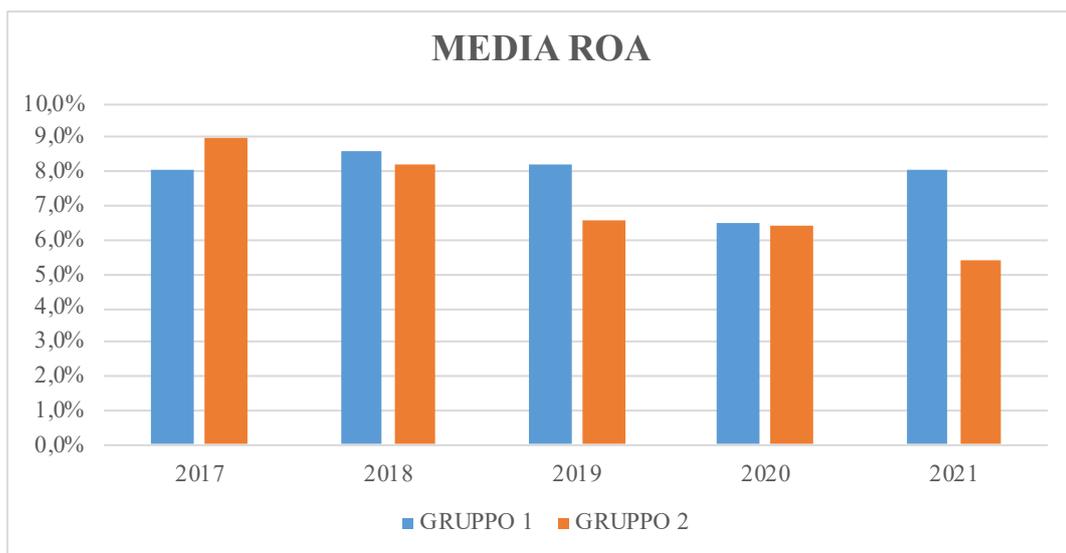


Grafico 32 Confronto media ROA

ROA e ROE sono indicatori di profittabilità che riflettono le performance finanziarie di un'impresa. Tuttavia, essi possono essere influenzati da una molteplicità di fattori sia di natura manageriale che esterna all'impresa. È fondamentale considerare attentamente questi fattori quando si analizzano e si confrontano i risultati di ROA e ROE in relazione ad una determinata strategia o variabile presa in considerazione. Dal punto di vista manageriale, le decisioni prese dalla dirigenza aziendale possono avere un impatto significativo su ROA e ROE. Ad esempio, le politiche di gestione degli ammortamenti possono influenzare la valutazione delle performance finanziarie. Se l'azienda adotta politiche di ammortamento aggressive, questa scelta ridurre i profitti registrati in un determinato periodo, influenzando negativamente ROA e ROE. Al contrario, politiche di ammortamento conservative potrebbero aumentare i profitti e quindi migliorare gli indicatori di profittabilità. Inoltre, altri fattori manageriali come le strategie di pricing, la gestione del capitale circolante, l'efficienza operativa e le decisioni di investimento possono influire su ROA e ROE. Da un punto di vista puramente teorico, il factoring può influenzare positivamente il attraverso una migliore gestione della liquidità aziendale. Se l'azienda è in grado di generare un rendimento più elevato, investendo in nuove opportunità di business, utilizzando la liquidità ottenuta dal factoring, potrebbe contribuire a migliorare il ROA. Il factoring potrebbe influenzare il ROE invece sulla redditività delle vendite e sulla gestione del capitale circolante. Se il factoring riduce i costi operativi, migliora la gestione del credito e riduce il rischio di insolvenza dei debitori, contribuendo in ultima analisi a migliorare il ROE. Tuttavia, se i costi del factoring sono elevati o se il factoring venisse utilizzato per coprire difficoltà finanziarie, potrebbe avere un impatto negativo sul ROE.

Dall'osservazione dei grafici 31 e 32, si può dedurre che il Gruppo 1 ha performato meglio del Gruppo 2. Su 5 anni presi in esame il Gruppo 1 ha avuto un ritorno sull'equity medio del 19,5% e un ritorno medio sugli assets del 7,9% a differenza del Gruppo 2 che ha presentato rispettivamente un roe del 15,1% e un roa del 7,1%. Tuttavia, nonostante i risultati sembrano positivi per il Gruppo 1 non si evidenzia nessuna tendenza dal 2019 al 2021 o uno specifico aumento delle performance che possa indicare una correlazione con l'utilizzo del factoring. Dai risultati ottenuti, sembra emergere che il Gruppo 1 può vantare un management più preparato e competente rispetto al Gruppo 2. Questa deduzione si basa sul fatto che le imprese appartenenti al Gruppo 1 hanno dimostrato una gestione mediamente migliore, riflettendo in performance finanziarie superiori. I dati raccolti indicano che il Gruppo 1 ha ottenuto risultati più positivi, suggerendo una gestione finanziaria più efficace e una maggiore abilità nel generare valore per gli azionisti.

In definitiva, si osserva una possibile correlazione che suggerisce che un management più preparato e attento alla corretta gestione del capitale circolante e finanziaria di un'impresa tende ad adottare il factoring come strumento finanziario. Ciò implica che una conoscenza adeguata delle pratiche di gestione finanziaria e una valutazione accurata del capitale circolante possono influenzare la scelta strategica di adottare il factoring come mezzo per ottimizzare la gestione finanziaria complessiva dell'impresa.

4.4 Valutazioni finali e considerazioni conclusive

In questa sezione, forniremo una sintesi delle risposte ai quesiti di ricerca della tesi e commenteremo i dati raccolti. I risultati ottenuti sono stati significativi e hanno permesso di rispondere alle domande di ricerca postulate. Tuttavia, è importante considerare alcuni limiti che possono influenzare la generalizzazione dei nostri risultati, come ad esempio la dimensione del campione.

L'attuale contesto di globalizzazione dei mercati ha comportato un aumento della complessità delle catene di approvvigionamento, spingendo alla creazione di supply chain più estese e articolate, con una struttura di tipo network. Questo ha comportato una maggiore interdipendenza tra le organizzazioni coinvolte nella supply chain, rendendo di fatto il flusso finanziario una componente critica nella gestione del supply chain network. Nonostante le imprese si siano concentrate sul miglioramento delle operazioni fisiche e dello scambio di dati e informazioni, la gestione del flusso finanziario rimane ancora un aspetto da approfondire. È quindi necessario che le imprese si concentrino sull'implementazione di pratiche innovative per migliorare la gestione finanziaria del supply chain network, al fine di ottenere un maggiore vantaggio competitivo.

Prima dell'insorgere della crisi finanziaria del 2008-2009, la gestione finanziaria all'interno della catena di fornitura non era considerata un'area prioritaria per le imprese. Tuttavia, con la comparsa della crisi e la conseguente contrazione del credito, la liquidità e la gestione del capitale circolante sono diventati problemi critici. La crisi ha colpito in particolare le piccole e medie imprese (PMI), causando la bancarotta di molti fornitori e minacciando la stabilità delle supply chain globali già consolidate da tempo. Di conseguenza, le aziende hanno cominciato a comprendere l'importanza della gestione dei flussi finanziari e delle fonti di finanziamento sia tra i vari partner all'interno della rete che tra le istituzioni finanziarie, ed hanno iniziato a cercare nuovi metodi avanzati per rafforzare le proprie supply chain. In questo contesto, sono stati sviluppati nuovi metodi avanzati per rafforzare le catene di fornitura, come Financial Supply Chain Management (FSCM) e Supply Chain Finance (SCF), che sono state ampiamente discusse nella letteratura accademica

Nel contesto economico descritto, caratterizzato da una crescente complessità nella gestione delle catene del valore, da una maggiore competitività tra le imprese e da un accesso limitato al credito, il factoring potrebbe emergere come un ottimo strumento di Supply Chain Finance, in grado sia di facilitare l'accesso al credito, che di apportare un miglioramento di performance alle imprese. Tale strumento è infatti utile alle imprese per ottenere liquidità immediata e liberarsi dalle incombenze amministrative legate alla gestione dei propri crediti.

È interessante notare come il mercato del factoring si stia evolvendo in modo sempre più rapido. I produttori di servizi finanziari stanno cercando, infatti, di offrire prodotti più sofisticati e personalizzati, in grado di soddisfare le esigenze specifiche delle imprese. Un ulteriore vantaggio del factoring è quello di poter essere combinato e poter creare prodotti esotici come quelli presentati dalla Hoshin Corporate Finance S.r.l. (*Advanced Working Capital Solution*). La versatilità dei prodotti di Supply Chain Finance sta diventando sempre più evidente, in quanto la loro applicabilità non si limita solo al factoring, ma si estende anche ad altre soluzioni di finanziamento, come il leasing finanziario. Questo tipo di finanziamento ha dimostrato di essere particolarmente efficace nel settore manifatturiero, poiché permette alle imprese di acquisire attrezzature e beni strumentali necessari per la produzione, senza dover affrontare oneri finanziari eccessivi.

Dalla revisione della letteratura è emerso principalmente che a livello teorico vi è una differenza in termini di prestazioni tra l'adozione o meno di un particolare strumento di SCF e che il factoring e il reverse factoring risultano essere dai modelli presi in esame gli strumenti di SCF più efficienti. Come introdotto nel capitolo 1.4 il presente studio si è posto l'obiettivo di ricercare una possibile relazione positiva tra:

- 1) La "qualità" delle imprese che adottano il factoring in modo continuativo, basata sulla valutazione dell'EBITDA sulle vendite e della leva finanziaria "non distressed", in confronto alle imprese che utilizzano un diverso strumento di Supply Chain Finance (SCF),
- 2) Se l'utilizzo del factoring sia correlato direttamente all'essere in salute di un'impresa, valutando la sua marginalità operativa lorda (EBITDA) e i livelli ridotti di distress finanziario (PFN/EBITDA), confrontando le imprese che utilizzano il factoring in modo continuativo con quelle che non lo utilizzano.

Un aspetto aggiuntivo di rilevanza nel presente studio riguarda la metodologia utilizzata, che si differenzia dagli studi precedenti i quali si sono concentrati sulla costruzione di modelli economico-matematici. Invece, questo studio ha adottato un approccio empirico, analizzando i bilanci delle piccole e medie imprese all'interno del contesto economico italiano. La correlazione tra l'utilizzo del factoring e la salute finanziaria delle imprese in termini di redditività operativa lorda (EBITDA), marginalità e bassi livelli di distress (PFN/EBITDA). Si è voluto infine valutare se l'utilizzo del factoring in maniera continuativa potesse apportare alle imprese i seguenti vantaggi:

- **Elevare l'immagine dell'azienda** verso il mondo finanziario (banche, assicurazioni, agenzie di rating)

- **Aumentare l'EBITDA** facendo leva sul rapporto con i fornitori e clienti di un'impresa
- **Poter far crescere il fatturato** grazie a una maggiore possibilità di fare politiche commerciali espansive
- **Aumentare il valore** delle imprese per mezzo di una combinazione di diversi fattori, tra cui una maggiore redditività e disponibilità finanziarie.

Dall'analisi svolta sui due campioni, Gruppo 1 e Gruppo 2, si è manifestata una correlazione tra l'utilizzo del factoring e l'essere in salute di un'impresa. Come si è discusso nel paragrafo 4.3.3 l'utilizzo del factoring sembra aver aiutato il Gruppo 1 non solo a migliorare la sua leva finanziaria nel tempo ma ha anche aiutato ad assorbire meglio gli shock esogeni di mercato come il covid oltre che a supportare strategie più aggressive di crescita. Un valore ridotto di PFN/EBITDA denota una minor esposizione dell'azienda al debito e una generazione adeguata di cassa operativa, segnalando una maggiore stabilità finanziaria e una maggior capacità di investimento. Questo ha il potenziale di migliorare il rating delle imprese e conseguentemente elevare la loro **immagine finanziaria**, ottenendo implicitamente tre vantaggi:

- Costo del debito inferiore;
- Accesso a nuove linee di credito superiori;
- Miglior rapporto di fiducia tra impresa ed istituzione finanziaria partner dell'impresa stessa.

Dall'analisi svolta si è potuto evincere come per mezzo del factoring le imprese del Gruppo 1 siano riuscite ad ottimizzare il loro livello di capitale. In accordo con la letteratura sul tema, si può ritenere ottimale un livello positivo ma basso o leggermente negativo di NWC (Shulman e Cox, 1985) e di conseguenza un livello basso o leggermente negativo di giorni di conversione del ciclo C2C. Ne consegue un aumento dell'enterprise value in accordo allo studio condotto da Howorth e Westhesd del 2003. Inoltre, le imprese, ottimizzato il C2C, migliorano il loro rating finanziario con una conseguenza riduzione del costo medio ponderato del capitale (Hofmann et al. 2011). La riduzione del WACC permetterebbe, nel caso un'impresa sia controllata da una società di *private equity* di migliorare la sua redditività e, potenzialmente, aumentare il valore dell'impresa. Ciò potrebbe rendere più attraente l'uscita per potenziali acquirenti o investitori.

I risultati dello studio empirico svolto, nonostante le sue limitazioni, risultano essere coerenti con la letteratura analizzata. Coerentemente ai risultati ottenuti da Andrey V. Koren et Al., il factoring ha il potenziale per poter aumentare il fatturato ed il profitto delle organizzazioni.

Tuttavia, è importante sottolineare che la relazione tra l'utilizzo del factoring e le performance aziendali potrebbe dipendere anche da altri fattori, come la dimensione dell'impresa, il settore di appartenenza, la geografia e il contesto economico in cui essa opera. Inoltre, la gestione del factoring da parte del management dell'impresa è un fattore chiave che può influire sulla relazione tra l'utilizzo del factoring e le performance aziendali.

Dall'analisi condotta sembra emergere una correlazione tra un management attento alla gestione della liquidità e alla crescita aziendale e l'utilizzo del factoring, in tutte le sue forme, come strumento finanziario. Si osserva che i management più competenti e preparati, che mirano a ottimizzare al massimo il capitale circolante e a massimizzare la crescita dell'impresa, sembrano preferire il factoring come strumento principale di Supply Chain Finance (SCF) o integrarlo con strumenti più semplici come lo sconto fattura. L'utilizzo del factoring può avere un impatto positivo sulle performance aziendali, ma l'effetto dipende da diversi fattori e dal livello di competenza e attenzione del management nell'adottare questa tecnica di finanziamento. Le imprese che adottano il factoring in modo strategico e consapevole possono beneficiare di una maggiore liquidità immediata, una migliore gestione del capitale circolante e una riduzione del rischio di insolvenza. Tuttavia, è fondamentale considerare che l'utilizzo del factoring non è una soluzione universale e i risultati possono variare a seconda delle specifiche circostanze e della natura dell'impresa. Va tenuto presente che il Gruppo 2 è stato selezionato casualmente tra le imprese italiane nell'ambito di questo studio. Di conseguenza, è possibile che nel corso del tempo anche le altre imprese presenti nel campione abbiano adottato il factoring. Altri fattori, come il settore di appartenenza, la dimensione dell'impresa e il contesto finanziario, possono influenzare gli effetti dell'utilizzo del factoring.

4.5 Limiti del lavoro e scenari futuri

Il presente studio presenta alcune limitazioni che richiedono un'analisi scientifica più approfondita. È importante evidenziare che il campione di controllo selezionato rappresenta la scelta migliore attualmente disponibile. Poiché il campione in questione è stato appositamente selezionato e modificato in maniera discrezionale per soddisfare determinati requisiti, esso non rappresenta l'intero universo di casi con caratteristiche simili. Per tale ragione, sebbene il campione possa presentare prestazioni simili all'inizio, esso potrebbe contenere un pregiudizio sistematico nel tempo che non si riscontrerebbe nel caso in cui si analizzasse l'intero universo di casi con caratteristiche simili. Questo significa che le prestazioni del campione di controllo potrebbero derivare da caratteristiche intrinseche del gruppo di confronto e non necessariamente riflettere le reali differenze tra i due campioni.

In secondo luogo, la dimensione del campione utilizzato nello studio potrebbe non essere rappresentativa dell'intera popolazione generale. Questo potrebbe costituire un ostacolo alla generalizzazione dei risultati ottenuti. Poiché il campione è solo una porzione limitata della popolazione, i risultati potrebbero non essere applicabili a livello più ampio e potrebbero essere influenzati da caratteristiche specifiche del campione stesso. Infine, l'accesso alle informazioni riguardanti la tipologia di strumento finanziario utilizzato potrebbe essere limitato.

Per futuri sviluppi e analisi, sarebbe interessante ampliare la dimensione del campione, tenendo conto dei vincoli sopra menzionati. Inoltre, sarebbe utile analizzare ogni settore in modo mirato, al fine di comprendere quale soluzione di supply chain finance sia più adeguata o se l'utilizzo del factoring, nelle sue diverse forme, possa avere un impatto più o meno significativo a seconda del settore in cui le imprese operano.

Inoltre, per supportare i modelli economico-finanziari emersi dalla revisione della letteratura scientifica, sarebbe auspicabile avere accesso a informazioni più specifiche riguardo agli strumenti di SCF adottati da ciascun'impresa, al fine di condurre analisi più approfondite e mirate. Ciò consentirebbe di verificare se il factoring risulta essere effettivamente lo strumento di SCF più vantaggioso o se è più efficace in determinate dimensioni aziendali o settori specifici.

Oltre a ciò, l'avvento di tecnologie come la Blockchain e Smart Contract stanno aprendo nuove opportunità per i prodotti di SCF, correlate in particolare con il factoring. La blockchain è una tecnologia innovativa, basata su di un registro distribuito, in cui le informazioni relative alle transazioni vengono memorizzate in modo sicuro e trasparente su tutti i nodi partecipanti della rete,

senza un'autorità centrale di controllo. La sicurezza della blockchain è garantita attraverso il consenso distribuito dei membri della rete, che conferisce affidabilità e immutabilità ai dati registrati. Grazie alla sua architettura unica, la blockchain offre diversi vantaggi tecnologici, tra cui la persistenza nel tempo delle informazioni registrate, la trasparenza delle transazioni, l'immutabilità dei dati e l'integrità dei processi, fornendo un ambiente affidabile e sicuro per la gestione e la condivisione delle informazioni. (Caniato et. Al 2019). Nello specifico i vantaggi che la tecnologia blockchain potrebbe introdurre al mondo della SCF sono i seguenti:

- **Trasparenza e tracciabilità:** La blockchain offre un registro distribuito e immutabile delle transazioni. Ciò consente una maggiore trasparenza e tracciabilità delle operazioni di factoring, consentendo a tutte le parti coinvolte di accedere e verificare le informazioni in modo sicuro e condiviso. Questo riduce il rischio di frodi e errori, migliorando l'integrità delle transazioni.
- **Accesso al credito:** La blockchain può facilitare l'accesso al credito per le piccole e medie imprese (PMI) che potrebbero avere difficoltà a ottenere finanziamenti tradizionali. Attraverso la registrazione dei dati delle PMI sulla blockchain, è possibile creare una reputazione creditizia digitale che può essere utilizzata per valutare il rischio di credito e agevolare l'approvazione del factoring.
- **Privacy e sicurezza:** La blockchain offre una maggiore sicurezza e protezione dei dati rispetto ai sistemi tradizionali. L'utilizzo di crittografia avanzata e la natura immutabile della blockchain rendono le transazioni di factoring più sicure e proteggono le informazioni sensibili delle aziende coinvolte.
- **Velocità ed efficienza:** La blockchain permette la creazione di "*smart contract*", cioè contratti digitali che si eseguono automaticamente quando vengono soddisfatte determinate condizioni. Questo automatismo accelera il processo di factoring, riducendo i tempi di verifica e approvazione delle transazioni, nonché i costi associati alla burocrazia e all'intermediazione (Caniato et. Al. 2019).

In conclusione, questo studio ha evidenziato l'importanza del factoring e della supply chain finance come strumenti finanziari essenziali per supportare e favorire lo sviluppo delle imprese. La loro flessibilità e adattabilità alle esigenze delle aziende li rendono ancora più preziosi in un mercato in costante mutamento. L'introduzione di nuove tecnologie come la blockchain potrebbe aprire nuove

opportunità di crescita e sviluppo per questi strumenti finanziari, in particolare nel miglioramento della gestione delle fatture e dei pagamenti all'interno della catena di fornitura.

ANNEX

ANNEX 1

STRUMENTO DI SCF	FUNZIONAMENTO
“Anticipo fatture” o “Invoices orders advances”	<p>L’Invoices orders advances o anticipo fatture ordini è una tipologia di finanziamento a breve termine attraverso cui un’azienda può ottenere liquidità da parte di un istituto di credito. Quando un’impresa è in possesso di una fattura emessa e non ancora incassata, può presentare il suddetto documento alla propria banca e richiedere un anticipo. L’obiettivo dell’Invoices orders advances è poter ottenere liquidità immediata da una fattura, senza aspettare i termini di pagamento imposti dalla fattura stessa. Le figure che ne vengono coinvolte sono l’impresa a cui è intestata la fattura e avente quindi un credito commerciale in bilancio, l’impresa che ha emesso la fattura, la quale ha in bilancio un debito commerciale e infine l’istituto di credito che gestisce l’operazione. L’anticipo del credito può essere richiesto per tutte le fatture emesse, non incassate e non ancora scadute, a meno che non sia la banca stessa a rifiutarle, qualora fossero state emesse nei confronti di aziende insolventi che si trovano in precarie situazioni finanziarie o che sono giudicate cattive pagatrici. Il costo di questa transazione comprende le commissioni per le operazioni e gli interessi che l’impresa richiedente deve pagare alla banca. In generale, il costo dell’anticipo fatture dipende dal tasso di interesse sul credito utilizzato e dalle commissioni associate alla transazione. Esso prevede che sia l’azienda ad occuparsi della riscossione del credito da parte del debitore. L’importo verrà pagato dall’azienda debitrice direttamente sul conto corrente dell’azienda creditrice, e in quel momento la banca sarà autorizzata a trattenerne quanto precedentemente anticipato, accreditando poi all’impresa la differenza tra l’importo della fattura e l’anticipo versato. A livello contabile l’azienda creditrice avrà in bilancio il credito commerciale legato alla fattura dato che ne è ancora l’intestatataria, un debito di breve termine nei confronti della banca ed un aumento di liquidità data dalla generazione del credito concesso dalla banca. La gestione contabile di questa operazione è regolata dal principio contabile della IAS/IFRS 15.</p>
“Ricevuta Bancaria” o “Ri.Ba.”	<p>Con il termine Ri.Ba o Ricevuta Bancaria, si identifica uno strumento finanziario d’uso comune, che attesta il diritto del creditore di ricevere una determinata somma dal debitore, per mezzo della banca. Questo strumento finanziario non è una cessione del credito, poiché il creditore originale rimane sempre il titolare dei diritti sul credito. Il cliente non cede quindi il credito alla banca, ma semplicemente autorizza la propria banca all’incasso. Si possono identificare due modalità di utilizzo: Ricevuta Bancaria al doppio incasso e Ricevuto Bancaria salvo buon fine. Nel primo caso, il creditore emette una fattura con la specifica che seguirà la Ricevuta Bancaria (Ri.Ba). La banca la invierà con la dicitura "valuta per incasso", avvisando il debitore alcuni giorni prima della scadenza e richiedendogli di effettuare il pagamento entro il termine stabilito. Una volta effettuato il pagamento, il debitore riceverà la Ri.Ba come prova del saldo. Diversamente, la banca del creditore provvederà alla riscossione dell’importo, applicando gli interessi di mora ed eventualmente le spese legali. Con la ricevuta bancaria salvo buon fine, il creditore può ottenere il pagamento prima della scadenza. La banca anticiperà l’importo in cambio di commissioni e interessi sul periodo tra l’anticipo e il pagamento del debitore. Tuttavia, se il debitore non paga pagherà, il creditore dovrà restituire alla banca l’importo anticipato, con gli interessi e le penali aggiunti. Si evincono pertanto in maniera evidente i rischi che questa soluzione comporta. A livello contabile, la Ricevuta Bancaria è gestita come l’anticipo fatture ordini.</p>
“Finanziamento estero” (Finimport/Finexport)	<p>Parlando di finanziamenti per scambi commerciali con l’estero è possibile distinguere il Finanziamento all’ importazione (“Finimport”), il Finanziamento all’ esportazione (“Finexport”), Finanziamento senza vincolo di destinazione (“SVD”). Per mezzo del Finimport, la banca s’impegna ad effettuare un pagamento all’estero, su ordine e per conto del cliente, a favore di un terzo acquirente delle merci o fornitore dei servizi oggetto della transazione sottostante. L’impegno è assunto fino alla concorrenza di un determinato importo ed entro un limite temporale stabilito. Attraverso il Finexport, la Banca si impegna a mettere a disposizione del Cliente una somma di denaro, a fronte della presentazione di fatture commerciali relative ad esportazioni di merci, forniture di servizi sull’estero o altre operazioni correnti già eseguite, ove siano previste dilazioni di pagamento. Finanziamento senza vincolo di destinazione (“SVD”) rappresenta invece la linea di credito che la Banca mette a disposizione senza alcun riferimento ad operazioni commerciali con controparti estere. Il Cliente può utilizzarla nell’ambito della propria attività di impresa allo scopo di reperire fondi con scadenze determinate e a tassi d’interesse predefiniti, ovvero in</p>

	<p>previsione di un deprezzamento del valore di cambio della valuta estera con la quale è espresso il finanziamento. Tra i principali rischi legati al finanziamento estero possono essere citati le variazioni in senso sfavorevole delle condizioni economiche (tassi di interesse ed altre commissioni e spese del servizio) ove contrattualmente previsto; le variazioni in senso sfavorevole del tasso di cambio qualora il finanziamento sia stato erogato in valuta estera (ad esempio, dollari USA); il rischio paese, collegato all'insolvenza economica dei soggetti collocati in un determinato Paese per cause politiche, le calamità naturali, ecc.</p>
<p>“Sconto cambiali”</p>	<p>Per cambiale si designa un titolo di credito che ha tipicamente la funzione di rimandare il pagamento di una somma in denaro. Anche se sempre meno diffuse le cambiali sono ancora utilizzate soprattutto in scambio commerciali con l'estero, dato che determinati paesi si avvalgono ancora del loro utilizzo. Esistono due tipologie di cambiali: la Cambiale pagherò (promissory note) e la Cambiale tratta (bill of exchange). Una promissory note (cambiale "pagherò") è un impegno scritto da parte del debitore/compratore di pagare una determinata somma di denaro al venditore/beneficiario alla scadenza concordata. La bill of exchange (cambiale tratta) è un ordine scritto da parte del venditore che richiede il pagamento di una determinata somma di denaro a favore di un beneficiario. Per essere valida, tale cambiale richiede l'accettazione da parte del compratore con rispettiva firma. Secondo l'articolo 1858 del Codice civile, lo sconto cambiale è un accordo tra una banca (scontante o scontatore) e il cliente (scontatario) in cui la banca anticipa una somma di denaro pari all'importo di un credito non scaduto che il cliente vanta verso un terzo (debitore ceduto) in cambio della cessione salvo buon fine del credito. L'obiettivo dello sconto delle cambiali è quello di ottenere rapidamente liquidità derivante da un credito commerciale. In questo caso, quando la banca effettua lo sconto delle cambiali, l'imprenditore o il commerciante riceverà il netto ricavo sulla propria contabilità che risulta dalla differenza tra il valore nominale della cambiale scontata e i costi associati all'operazione di sconto. Questi costi sono generalmente rappresentati da interessi bancari calcolati sulla base dei giorni intercorsi tra lo sconto e la scadenza del titolo, o dalle spese e commissioni richieste dalla banca.</p>
<p>“Signature line of credit”</p>	<p>La linea di credito a firma, nota anche come linea di credito personale, è un tipo di finanziamento che viene erogato da una banca o da un'altra istituzione finanziaria. Una signature line of credit è una linea di credito rotativa (revolving) non assistita da garanzie reali; in altre parole, l'unico criterio per la decisione di concedere il prestito e stabilirne le condizioni è la valutazione del rating creditizio del cliente. Noto anche come linea di credito non garantita, questo tipo di finanziamento è utilizzato per finanziare spese a breve termine o per gestire le fluttuazioni di cassa. La linea di credito a firma per le imprese viene aperta grazie alla firma del rappresentante legale dell'impresa. In genere, le banche o le istituzioni finanziarie valutano la solvibilità dell'impresa e il suo track record finanziario prima di concedere una linea di credito a firma. Il tasso di interesse sulla linea di credito è solitamente più elevato rispetto ai prestiti tradizionali a causa della mancanza di garanzie o di sicurezze. In sintesi, la linea di credito a firma per le imprese è un'opzione flessibile e conveniente per le aziende che hanno bisogno di liquidità a breve termine per gestire le loro attività quotidiane.</p>
<p>“Scopertura di Conto corrente” o “Fido bancario”</p>	<p>L'utilizzo del fido, noto anche come scoperto di conto corrente, è un'opzione di finanziamento che viene offerta da una banca ai propri clienti. Il fido può essere accordato sia a persone fisiche che a persone giuridiche, come le aziende. Esistono due tipi di fido: fido a tempo determinato e fido a tempo indeterminato. Il primo è un accordo con una durata stabilita in anticipo, durante la quale il cliente ha accesso allo scoperto di conto corrente. Il secondo, invece, non ha una durata stabilita e il contratto può essere concluso solo con il consenso di entrambe le parti. In entrambi i casi, lo scoperto di conto corrente consente al cliente di utilizzare fondi che non sono disponibili sul proprio conto corrente, a fronte di un tasso di interesse addebitato dalla banca. Per richiedere un fido non ci sono particolari requisiti da soddisfare. La banca non considera infatti il livello di liquidità presente sul conto corrente al momento della richiesta come un fattore limitante. Detto in altri termini, non ha importanza se il conto corrente è attivo o se sono presenti fondi. Per meglio comprendere il funzionamento del fido è sufficiente è utile fornire un esempio: se su un ipotetico conto corrente ci sono 10.000 euro e viene richiesto alla banca di mettere a disposizione 20.000 euro per 15 giorni tramite il fido, la banca acconsentirà, a fronte del pagamento di interessi e commissioni. È possibile usare la somma in un'unica soluzione (apertura di credito semplice) o in più soluzioni, ripristinando la disponibilità con successivi versamenti sul conto corrente (apertura di credito in conto corrente con carta di credito). Lo scoperto di conto corrente può essere utile per colmare delle differenze tra liquidità e spese in tempi brevi. Situazioni quotidiane del lavoro possono facilmente richiedere l'utilizzo del fido, come ad esempio un cliente che posticipa un pagamento o la</p>

	<p>necessità di sostenere spese importanti prima di ricevere una somma significativa. Anche la stagionalità del settore può richiedere liquidità extra in periodi di entrate ridotte. Si tenga presente che il fido non è un prestito, ma uno scoperto di conto corrente che offre una soluzione temporanea per evitare di entrare in rosso. Tuttavia, data la sua natura temporanea, la banca ha tendenza ad addebitare/ tende ad addebitare costi elevati. Il fido è quindi utile solo per periodi brevi e per necessità.</p>
“Inventory Financing”	<p>L'inventary financing è un tipo di finanziamento che aiuta le imprese a finanziare l'acquisto di merci per la loro attività. Utilizzato per acquistare nuove merci o per mantenere un livello sufficiente di scorte, esso consiste nell'utilizzare l'inventario come garanzia per un prestito. Questo tipo di finanziamento aiuta le imprese a gestire i loro flussi di cassa e a sfruttare le opportunità di vendita, senza dover attendere i pagamenti dei clienti. In sintesi, l'inventary financing è un modo per finanziare la crescita del business attraverso l'utilizzo dell'inventario come garanzia per un prestito. Gli anticipi sono finanziamenti che vengono erogati alle aziende che lavorano con scorte di valore o facilmente vendibili, utilizzate come garanzia per il finanziamento. Tuttavia, dato il rischio di volatilità legato alla merce, viene richiesto uno spread legato al rischio sul costo dell'operazione, noto come "scarto di garanzia". Di conseguenza, il finanziamento non viene erogato per intero. Questo tipo di finanziamento è quindi concesso quando si ha davanti un "magazzino standard rivendibile". L'inventary financing può essere un prestito a breve termine o a una linea di credito revolving in caso di aziende che operano in modelli di business con elevata stagionalità.</p>
“Dynamic Discounting”	<p>Il "dynamic discounting" è una forma di finanziamento basata sulla scontistica dinamica, in cui le aziende possono ottenere anticipi sui loro flussi di cassa futuri a un tasso di interesse scontato. Così facendo le aziende possono realizzare liquidità immediata in cambio di una riduzione degli importi che riceveranno in un momento successivo. Il tasso di sconto applicato dipende dalla durata del finanziamento e dalla percezione del rischio da parte del finanziatore. Lo sconto è detto dinamico perché proporzionale al tempo di anticipo del pagamento sul valore nominale della fattura. Questa soluzione può essere implementata utilizzando i fondi dell'impresa cliente (senza il coinvolgimento di enti finanziatori) o con il supporto di un intermediario finanziario che la finanzia. Nonostante il dynamic discounting sia una soluzione recente, la pratica del pagamento anticipato per ottenere uno sconto è già diffusa da tempo. Ciò dimostra quanti vantaggi e opportunità di business siano possibili attraverso l'automazione di questo processo. Per questo motivo, un numero sempre crescente di start-up sta sviluppando piattaforme di Dynamic Discounting per le transazioni tra imprese quando non esistono termini di pagamento anticipato stabiliti in precedenza o la data di pagamento non corrisponde ai termini di sconto concordati. Le organizzazioni di acquisto possono aumentare il numero e la dimensione degli sconti di pagamento anticipato che ricevono. I fornitori, dal loro canto, possono ricevere il pagamento prima con un costo minore del capitale rispetto ad opzioni grazie all'utilizzo dei metodi di Dynamic Discounting. Vi sono diversi modi per integrare il dynamic discounting nella financing supply chain, uno dei quali è una forma semplice in cui il fornitore offre uno sconto in contanti per il pagamento anticipato delle fatture. L'importo della riduzione e il momento del pagamento sono facilmente negoziabili.</p>
“Pre-Shipment financing”	<p>Il preshipment financing è un tipo di finanziamento che viene fornito a un'azienda prima della spedizione di una merce. Questo tipo di finanziamento viene utilizzato per coprire i costi di produzione e le spese generali associate alla preparazione della spedizione. Il preshipment financing può essere utilizzato per finanziare una varietà di prodotti, tra cui prodotti agricoli, materie prime, prodotti finiti e prodotti semilavorati. La motivazione del finanziamento dipende spesso da un ordine di acquisto accettabile da parte dell'acquirente, o da una lettera di credito o obbligazione di pagamento bancaria a favore del venditore, insieme alla capacità del venditore di adempiere al contratto con l'acquirente. Il preshipment financing soddisfa le esigenze di liquidità del venditore, comprese le spese per procurarsi materie prime, salari, costi di imballaggio e altre spese necessarie prima della spedizione, in modo da consentire al venditore di effettuare la consegna agli acquirenti. Può essere erogato in diverse forme strutturali. Può essere basato su ordini d'acquisto (confermati o non confermati dall'acquirente), previsioni di richiesta o contratti commerciali sottostanti. Anche se di solito il preshipment financing viene erogato in una situazione di conto corrente aperto, altre fonti di rimborso da parte dell'acquirente possono essere la procedura di una lettera di credito documentaria o un impegno di pagamento bancario. Può essere erogato in modo programmatico, coprendo una serie di transazioni (per venditori di piccole dimensioni) oppure a livello transazionale (per venditori di maggiori dimensioni). L'istituto finanziario potrebbe anticipare una certa percentuale del valore dell'ordine in modo graduale, mentre l'ordine viene completato. Le date di scadenza del finanziamento vengono determinate tra il venditore e il fornitore e spesso sono legate alla data in cui l'acquirente effettuerà il pagamento. Al momento della spedizione, il</p>

fornitore di finanziamento potrebbe offrire finanziamenti post-spedizione attraverso tecniche come sconto su crediti o finanziamento delle passività, per coprire il periodo tra la spedizione e la fatturazione fino al pagamento finale da parte dell'acquirente.

Altre forme di finanziamento

Esistono forme di finanziamento meno diffuse. In generale non esiste una soluzione ideale per finanziare il working capital, questo perché l'adozione di uno strumento di supply chain finance dipende da vari fattori:

- Potere contrattuale dell'impresa nei confronti dei suoi fornitori e clienti;
- Costi totali dello strumento finanziario;
- Logiche specifiche di settore;
- Stagionalità del business;
- Potere contrattuale degli istituti finanziari;
- Grandezza dell'impresa;
- Competenza del management nell'utilizzo di strumenti finanziari più complessi.

Un esempio di forme di finanziamento addizionale è l'inventary financing utilizzato da una tipologia particolare di imprese, come nel caso italiano dei produttori del Parmigiano Reggiano o del Crudo di Parma. Un'altra forma di finanziamento che si può avere è il "finanziamento iva". Il finanziamento iva, non è una forma appropriata di supply chain finance, tuttavia non è del tutto errato classificarla come tale. Il finanziamento IVA è un tipo di finanziamento che consente alle imprese di finanziare la propria base imponibile IVA. In altre parole, l'impresa può ottenere finanziamenti per coprire l'importo dell'IVA che deve pagare sulle vendite, in attesa di ricevere il rimborso dalle autorità fiscali. Questo tipo di finanziamento aiuta le aziende a gestire meglio la propria liquidità e a mantenere un flusso di cassa positivo. Proprio per il suo fine ultimo di aiutare la gestione della liquidità e mantenere un flusso di cassa positivo, il "finanziamento iva" si può accostare ad altri strumenti di supply chain finance.

ANNEX 2

Tabella 25 Dati classificati EUF

4.1 Turnover volumes by Country (Millions of €)

31 December 2021	Notes	Total Turnover	pct var. on the previous year (Total)	GDP Penetration	European Market Share
Austria*		30 459	14%	7,6%	1,5%
Belgium*		99 368	22%	19,6%	4,9%
Bulgaria	(1)/(2)	4 274	30%	6,3%	0,2%
Croatia*	(1)	1 230	8%	2,2%	0,1%
Cyprus	(2)	3 200	9%	13,7%	0,2%
Czech Rep*	(1)	9 430	28%	4,0%	0,5%
Denmark*	(1)	21 910	18%	6,5%	1,1%
Estonia	(3)	3 900	0%	12,7%	0,2%
Finland	(3)	28 000	0%	11,1%	1,4%
France*		364 870	13%	14,7%	18,0%
Germany*		309 358	11%	8,7%	15,2%
Greece*		17 656	22%	9,7%	0,9%
Hungary	(1)/(2)	10 671	23%	6,9%	0,5%
Ireland	(2)	28 617	1%	6,8%	1,4%
Italy*		258 350	10%	14,6%	12,7%
Latvia	(2)	823	1%	2,5%	0,0%
Lithuania	(2)	3 200	19%	5,8%	0,2%
Luxemburg	(3)	339	0%	0,5%	0,0%
Malta	(3)	696	0%	4,8%	0,0%
Netherlands*		131 940	16%	15,3%	6,5%
Poland*	(1)	78 950	26%	13,7%	3,9%
Portugal*		34 487	10%	16,3%	1,7%
Romania	(1)/(2)	5 990	21%	2,5%	0,3%
Slovakia	(2)	2 263	41%	2,3%	0,1%
Slovenia	(2)	2 000	14%	3,8%	0,1%
Spain*		199 364	9%	16,5%	9,8%
Sweden	(3)	21 473	0%	4,0%	1,1%
EU Total Turnover	(1)/(2)/(3)	1 672 818	12,5%	11,6%	82,4%
EUF Members (*)	(1)	1 557 372	13,0%	12,6%	76,7%
Norway *	(1)	28 105	10%	6,9%	1,4%
Switzerland	(3)	593	0%	0,1%	0,0%
United Kingdom*	(1)	328 429	13%	14,9%	16,2%
European Countries	(1)/(2)/(3)	2 029 944	12,4%	11,4%	100,0%
EUF Members or Partners (*)	(1)	1 913 905	12,9%	12,7%	94,3%

Notes:

- 1) Pct variation has been corrected in order to avoid biases due to exchange rates fluctuation.
- 2) Estimates on the basis of available information
- 3) Estimates of the turnover - the previous year's turnover implemented

Source: EUF Members, FCI, Eurostat, ONS (GDP values in current market prices)

ANNEX 3

Associati Ordinari e Corrispondenti di Assifact:

- Aosta Factor
- Banca CF+
- Banca IFIS
- Banca Progetto
- Banca Sistema
- Banco di Desio e della Brianza
- Barclays Bank Ireland – Milan Branch
- BCC Factoring
- BFF Bank
- BPER Factor
- Burgo Factor
- Clessidra Factoring
- Credemfactor
- Crédit Agricole Eurofactor
- Exprivia
- Factorcoop
- Factorit
- Fercredit Servizi Finanziari
- Fidis

- Generalfinance
- Guber Banca
- Ifitalia International Factors Italia
- Illimity Bank
- Intesa Sanpaolo
- Istituto per il Credito Sportivo
- MBFACTA
- Mediocredito Centrale
- MPS Leasing & Factoring
- Sace FCT
- SG Factoring
- Unicredit Factoring

ANNEX 4

Associati Sostenitori di Assifact:

- Agenzia Italia
- Benefind
- Finwave
- FS2A
- Giovanardi Studio Legale
- La Scala Società tra Avvocati
- Legali riuniti Lex Avvocati Associati
- Lendscape
- Lexant Società Benefit tra Avvocati
- Sciumè Legal & Tax
- Sefin

ANNEX 5

CODICE	RAGIONE SOCIALE	P.IVA	CODICE FISCALE	ATECO 2 CIFRE	DESCRIZ ATECO
1	M DECORIS SPA	03235310269	03235310269	32	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
2	CARTIERE SACI S.P.A.	00213070238	00213070238	17	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
3	CARTOROBICA S.P.A.	00924760150	00924760150	17	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
4	CO.MECC.FIN S.P.A.	00142760248	00142760248	68	ATTIVITÀ IMMOBILIARI
5	COFLE S.P.A.	05086630158	05086630158	29	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
6	CONCERIA LA VENETA S.P.A.	02721270243	02721270243	15	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
7	CRISTOFORETTI S.P.A.	00829040229	00829040229	46	COMMERCIO ALL'INGROSSO E AL DETTAGLIO; RIPARAZIONE DI AUTOVEICOLI E MOTOCICLI
8	CUSINATO GIOVANNI S.R.L.	02432270284	02432270284	28	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
9	DE ANGELIS FOOD S.P.A.	01945890232	01945890232	10	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
10	E D & F MAN LIQUID PRODUCTS ITALIA S.R.L.	04094970375	04094970375	46	COMMERCIO ALL'INGROSSO E AL DETTAGLIO; RIPARAZIONE DI AUTOVEICOLI E MOTOCICLI
11	EUROPAN-SUD S.R.L.	00296230733	00296230733	10	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
12	FEDRIGONI S.P.A.	01664630223	01664630223	17	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
13	IMPRESA PERCASSI S.P.A.	00270690167	00270690167	41	COSTRUZIONI
14	INDUSTRIA ALIMENTARE FERRARO S.R.L.	01613620242	01613620242	10	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
15	INTERPOLIMERI S.P.A.	01830880280	01830880280	46	COMMERCIO ALL'INGROSSO E AL DETTAGLIO; RIPARAZIONE DI AUTOVEICOLI E MOTOCICLI
16	MOLINO QUAGLIA S.P.A.	02141930285	02141930285	10	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
17	MORATO PANES S.P.A.	02503180982	02503180982	10	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
18	O.M.A.R. S.R.L.	03385030261	03385030261	28	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
19	PALUMBO GROUP S.P.A.	07645511218	07645511218	70	ATTIVITÀ PROFESSIONALI, SCIENTIFICHE E TECNICHE
20	PRINCIPLE ITALY S.P.A.	07743340965	07743340965	27	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
21	SARATOGA INT. SFORZA SPA	00719730152	00719730152	13	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
22	SAVINI TARTUFI SRL	01670320504	01670320504	10	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
23	SAVIOLA HOLDING S.R.L.	02317890206	02317890206	70	ATTIVITÀ PROFESSIONALI, SCIENTIFICHE E TECNICHE
24	SBE - VARVIT - SOCIETÀ PER AZIONI	00052160314	00052160314	25	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
25	TECNICA GROUP S.P.A.	00195810262	00195810262	32	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
26	TWENTYFOURSEVEN S.R.L.	06027710968	06027710968	46	COMMERCIO ALL'INGROSSO E AL DETTAGLIO; RIPARAZIONE DI AUTOVEICOLI E MOTOCICLI
27	UNOX S.P.A.	04230750285	04230750285	27	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
28	VICENZI S.P.A.	00227320231	00227320231	10	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
29	ZANUTTA S.P.A.	02717210302	02717210302	46	COMMERCIO ALL'INGROSSO E AL DETTAGLIO; RIPARAZIONE DI AUTOVEICOLI E MOTOCICLI
30	ZINI PRODOTTI ALIMENTARI S.P.A.	04356850158	04356850158	10	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE

Tabella 26 Anagrafica imprese Gruppo 1

ANNEX 6

CODICE	RAGIONE SOCIALE	P.IVA	CODICE FISCALE	ATECO 2 CIFRE	DESCRIZ ATECO
1	VALGRANA S.P.A.	02103050049	02103050049	10	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
2	NAPPI 1911 S.P.A.	04211181211	04211181211	10	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
3	IDB SRL INDUSTRIA DOLCIARIA BORSARI	02681730541	02681730541	10	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
4	GRA - COM SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA	01313570366	01313570366	10	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
5	DOLCISSIMO S.R.L.	11987320154	11987320154	10	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
6	D.LAZZARONI & C. S.P.A.	02018610697	02018610697	10	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
7	CLAS S.P.A.	00975280082	00975280082	10	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
8	UGO ANNONI S.P.A. INDUSTRIE ALIMENTARI	00730140340	00730140340	10	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
9	RO.JAL. S.R.L.	01679580975	01679580975	13	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
10	IL BISONTE S.P.A.	02076930482	02076930482	15	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
11	WEPA ITALIA S.R.L.	02595500212	02595500212	17	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
12	TETRA PAK CARTA S.P.A.	01733800351	02380210365	17	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
13	KIMBERLY-CLARK S.R.L.	07629150017	07629150017	17	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
14	CARCANO ANTONIO S.P.A.	00206440133	00206440133	25	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
15	MICROELETTRICA SCIENTIFICA S.P.A.	00742200157	00742200157	27	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
16	MENEGHETTI - S.P.A. UNIPERSONALE -	01779970241	01779970241	27	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
17	G. BEZZERA S.R.L.	09713440965	09713440965	28	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
18	APEN GROUP S.P.A.	08767740155	08767740155	28	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
19	CORAM EUROPE SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA. IN SIGLA CORAM EUROPE S.R.L.	00579710989	00816730170	29	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
20	ESSILOR ITALIA SOCIETA' PER AZIONI	00753610153	00753610153	32	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
21	BAUSCH & LOMB-IOM S.P.A.	00857610968	07393830158	32	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE
22	SA-FER S.P.A.	00724530985	82001420171	41	COSTRUZIONI
23	OLYMPUS ITALIA S.R.L.	10994940152	10994940152	46	COMMERCIO ALL'INGROSSO E AL DETTAGLIO; RIPARAZIONE DI AUTOVEICOLI E MOTOCICLI
24	TILLMANN S.P.A.	00754250157	00754250157	46	COMMERCIO ALL'INGROSSO E AL DETTAGLIO; RIPARAZIONE DI AUTOVEICOLI E MOTOCICLI
25	MONSANTO AGRICOLTURA ITALIA S.P.A.	03046610964	02015330398	46	COMMERCIO ALL'INGROSSO E AL DETTAGLIO; RIPARAZIONE DI AUTOVEICOLI E MOTOCICLI
26	EURO COMPANY S.P.A. SOCIETA' BENEFIT	00444060396	00444060396	46	COMMERCIO ALL'INGROSSO E AL DETTAGLIO; RIPARAZIONE DI AUTOVEICOLI E MOTOCICLI
27	KYOCERA DOCUMENT SOLUTIONS ITALIA S.P.A.	02973040963	01788080156	46	COMMERCIO ALL'INGROSSO E AL DETTAGLIO; RIPARAZIONE DI AUTOVEICOLI E MOTOCICLI
28	UNICASA ITALIA S.P.A.	05067600964	05067600964	68	ATTIVITÀ IMMOBILIARI
29	SOLUZIONI PER IL SISTEMA ECONOMICO SOCIETA' PER AZIONI	05851091008	05851091008	70	ATTIVITÀ PROFESSIONALI, SCIENTIFICHE E TECNICHE
30	ALPHAOMEGA SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA	06751531002	06751531002	70	ATTIVITÀ PROFESSIONALI, SCIENTIFICHE E TECNICHE

Tabella 27 Anagrafica imprese Gruppo 2

INDICE DELLE TABELLE

TABELLA 1 COMPOSIZIONE DEL VOLUME DEL FACTORING ITALIANO NEL 2022	58
TABELLA 2 SCOMPOSIZIONE DEL TURNOVER DEL FACTORING ITALIANO	59
TABELLA 3 SCOMPOSIZIONE DELLA COMPONENTE ESTERA DEL FACTORING ITALIANO	59
TABELLA 4 INIZIO OPERAZIONI DI FACTORING	72
TABELLA 5 CLASSIFICAZIONE MERCEOLOGICA GRUPPO 1	73
TABELLA 6 CLASSIFICAZIONE MERCEOLOGICA GRUPPO 1 E GRUPPO 2	76
TABELLA 7 MEDIA INDICI GRUPPO 1	82
TABELLA 8 MEDIA INDICI GRUPPO 2	82
TABELLA 9 COEFFICIENTE DI VARIAZIONE DEL GRUPPO 1	83
TABELLA 10 COEFFICIENTE DI VARIAZIONE DEL GRUPPO 2	ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.
TABELLA 11 MEDIA FATTURATO	ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.
TABELLA 12 CRESCITA ANNUA MEDIA DEL FATTURATO	84
TABELLA 13 MEDIA EBIDTA	ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.
TABELLA 14 MEDIA EBITDA MARGIN	ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.
TABELLA 15 MEDIA CASH CONVERSION	ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.
TABELLA 16 MEDIA GIORNI DI PAGAMENTO FORNITORI DPO	ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.
TABELLA 17 MEDIA GIORNI DI INCASSO CLIENTI DSO	ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.
TABELLA 18 MEDIA GIORNI DI INVENTARIO DIH	ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.
TABELLA 19 MEDIA GIORNI DEL CICLO DI CONVERSIONE DEL CAPITALE CIRCOLANTE C2C	ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.
TABELLA 20 MEDIA POSIZIONE FINANZIARIA NETTA PFN	ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.
TABELLA 21 MEDIA POSIZIONE FINANZIARIA NETTA/ EBITDA	ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.
TABELLA 22 MEDIA PATRIMONIO NETTO	ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.
TABELLA 23 MEDIA INDICE RETURN ON EQUITY (ROE)	ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.
TABELLA 24 MEDIA INDICE RETURN ON ASSETS (ROA)	ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.
TABELLA 26 DATI CLASSIFICATI EUF	113
TABELLA 27 ANAGRAFICA IMPRESE GRUPPO 1	117
TABELLA 28 ANAGRAFICA IMPRESE GRUPPO 2	ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.

INDICE DEI GRAFICI

GRAFICO 1 ANDAMENTO DEL TASSO DI RIFERIMENTO (REFI) DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA	47
GRAFICO 2 ANDAMENTO DEL TASSO DI INFLAZIONE NELL'EUROZONA	47
GRAFICO 3 DEBITO TOTALE DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE NELLE PRINCIPALI ECONOMIE SVILUPPATE ED EMERGENTI DAL 2006 AL 2021 (IN TRILIONI DI DOLLARI).	49
GRAFICO 4 DEBITO TOTALE DELLE SOCIETÀ RAPPORTATO AL GDP NELLE PRINCIPALI ECONOMIE SVILUPPATE ED EMERGENTI DAL 2016 AL 2021	49
GRAFICO 5 EVOLUZIONE DEL TURNOVER DEL FACTORING EUROPEO	52
GRAFICO 6 MARKET SHARE DEL FACTORING NELL'EUROZONA	53
GRAFICO 7 CONFRONTO TRA CRESCITA DEL TURNOVER DEL FACTORING E CRESCITA DEL GDP	54
GRAFICO 8 CONFRONTO TRA TURNOVER DEL FACTORING E CRESCITA DEL GDP DI OGNI PAESE	54
GRAFICO 9 CONFRONTO TRA TURNOVER DEL FACTORING E L'INFLAZIONE DI OGNI PAESE	55
GRAFICO 10 PERCENTUALE FACTORING DOMESTICO E INTERNAZIONALE	55
GRAFICO 11 PERCENTUALE DI UTILIZZO TRA FACTORING RICORSIVO E NON	56
GRAFICO 12 IMPRESE CHE UTILIZZANO IL FACTORING	56
GRAFICO 13 ANDAMENTO TURNOVER FACTORING ITALIA	57
GRAFICO 14 TREND DEL TURNOVER INTERNAZIONALE ITALIANO	59
GRAFICO 15 RIPARTIZIONE % DELLE RISPOSTE DELLE IMPRESE SI COSA RAPPRESENTI PER LORO IL FACTORING	60
GRAFICO 16 GRADO DI SODDISFAZIONE DEL RELATIVO STRUMENTO FINANZIARIO USATO	60
GRAFICO 17 SCHEMA DI FUNZIONAMENTO WCS™	68
GRAFICO 18 COMPOSIZIONE MERCEOLOGICA PERCENTUALE DEL GRUPPO 1	74
GRAFICO 19 CONFRONTO MEDIA FATTURATI	ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.
GRAFICO 20 CONFRONTO MEDIA DELLA CRESCITA ANNO SU ANNO (YEAR ON YEAR) DI OGNI IMPRESA	ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.
GRAFICO 21 CONFRONTO MEDIE EBITDA	ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.
GRAFICO 22 CONFRONTO MEDIA EBITDA MARGIN	ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.
GRAFICO 23 CONFRONTO MEDIA CASH CONVERSION	ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.
GRAFICO 24 CONFRONTO MEDIA DEI GIORNI DI PAGAMENTO FORNITORI DPO	ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.
GRAFICO 25 CONFRONTO MEDIA DEI GIORNI DI INCASSO DAI CLIENTI DSO	ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.
GRAFICO 26 CONFRONTO MEDIA DEI GIORNI DI INVENTARIO DIH	ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.
GRAFICO 27 CONFRONTO MEDIA GIORNI DEL CICLO DI CONVERSIONE DEL CAPITALE CIRCOLANTE	ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.
GRAFICO 28 CONFRONTO DELLA MEDIA DELLA PFN	ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.
GRAFICO 29 CONFRONTO MEDIA PFN/ EBITDA	ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.
GRAFICO 30 CONFRONTO MEDIA PATRIMONIO NETTO	ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.
GRAFICO 31 CONFRONTO MEDIA ROE	ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.
GRAFICO 32 CONFRONTO MEDIA ROA	ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO.

INDICE DELLE FORMULE

FORMULA 1 IL CAPITALE CIRCOLANTE NETTO.....	11
FORMULA 2 SCOMPOSIZIONE DEL NET WORKING CAPITAL	11
FORMULA 3 C2C CYCLE.....	12
FORMULA 4 CALCOLO DEI DSO.....	13
FORMULA 5 CALCOLO DEI DIH	13
FORMULA 6 CALCOLO DEI DPO.....	13
EQUAZIONE 7 FORMULA EBITDA MARGIN	78
EQUAZIONE 8 FORMULA CASH CONVERSION.....	78
EQUAZIONE 9 CALCOLO POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	79
EQUAZIONE 10 CALCOLO PFN/ EBIDTA.....	79
EQUAZIONE 11 CALCOLO ROE.....	80
EQUAZIONE 12 CALCOLO ROA	81
EQUAZIONE 13 CALCOLO COEFFICIENTE DI VARIABILITÀ.....	83

BIBLIOGRAFIA

- Al-Zaqeba, M., Jarah, B., AL-Bazaiah, S. A. I., Malahim, S., Hamour, A. M. A., Alshehadeh, A., Almatarneh, Z., & Al-Khawaja, H. A. (1970, January 1). *The effect of reverse factoring financial changes on supply chain: Semantic scholar*. Uncertain Supply Chain Management. Retrieved January 16, 2023, from <https://www.semanticscholar.org/paper/The-effect-of-reverse-factoring-financial-changes-Al-Zaqeba-Jarah/87344048b6be5b857b89a519cb9f65a61c0b141d>
- Annual Review 2022 - FCI.NL*. (n.d.). Retrieved February 18, 2023, from <https://fci.nl/en/media/29926/download?attachment>
- APICS is now part of the Association for Supply Chain Management (ASCM)*. (n.d.). Retrieved December 30, 2022, from <https://www.apics.org/docs/default-source/toc-pdfs/strategy-report-short.pdf>
- Assifact, & KPMG . (2022). La domanda di factoring e invoice fintech.
- Assifcat, & CrediFact. (2022). Il Factoring in cifre.
- Bai Liu; Tao Ju; Hing Kai Chan. (n.d.). *The diverse impact of heterogeneous customer characteristics on supply chain finance: Empirical evidence from Chinese factoring: Sciencegate*. International Journal of Production Economics. Retrieved January 16, 2023, from <https://www.sciencegate.app/document/10.1016/j.ijpe.2021.108321>
- Banerjee, A., Lücker, F., & Ries, J. M. (2021, May 7). *An empirical analysis of suppliers' trade-off behaviour in adopting digital supply chain financing solutions*. International Journal of Operations & Production Management. Retrieved January 16, 2023, from <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/IJOPM-07-2020-0495/full/html>
- Bank for International Settlements, BASILEA II*. (n.d.). Retrieved March 25, 2023, from <https://www.bis.org/publ/bcbs128.pdf>
- BASILEA III. (n.d.). *Bank for International Settlements*. Retrieved February 28, 2023, from <https://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>
- Camerinelli, E. (2008, April 1). *Supply Chain Finance*. Latest TOC RSS. Retrieved December 30, 2022, from <https://www.ingentaconnect.com/content/hsp/jpss/2009/00000003/00000002/art00003>

- Caniato, F., Henke, M., & Zsidisin, G. A. (2019). Supply Chain Finance: Historical foundations, current research, future developments. *Journal of Purchasing and Supply Management*, 25(2), 99–104. <https://doi.org/10.1016/j.pursup.2019.02.002>
- Chakuu, S., Masi, D., & Godsell, J. (2019). Exploring the relationship between mechanisms, actors and instruments in Supply Chain Finance: A systematic literature review. *International Journal of Production Economics*, 216, 35–53. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2019.04.013>
- de Goeij, C., Gelsomino, L. M., Caniato, F., Moretto, A. M., & Steeman, M. (2021). Understanding SME suppliers' response to supply chain finance: A transaction cost economics perspective. *International Journal of Physical Distribution & Logistics Management*, 51(8), 813–836. <https://doi.org/10.1108/ijpdlm-04-2020-0125>
- Deloitte. (2015). *Intervento Deloitte - Aiti*. Retrieved February 3, 2023, from <https://aiti.it/wp-content/uploads/2017/12/Intervento-DELOITTE.pdf>
- Duggan, K. (2021, August 31). *Six types of supply chain models*. Institute for Defense & Business. Retrieved December 30, 2022, from <https://www.idb.org/six-types-of-supply-chain-models/>
- EU Federation. (2019). *Factoring and Commercial Finance*. Retrieved February 18, 2023, from <https://euf.eu.com/component/dropfiles/?Itemid=1000000000000&catid=97&format=&id=765&language=en&task=frontfile.download>
- EU Federation. (2020). *A new white paper*. Retrieved February 18, 2023, from <https://euf.eu.com/category/18-public.html?download=309>
- EU Federation. (2021). Newsletter EUF statistics 2021.
- EUF: New Layout*. EU Federation. (n.d.). Retrieved February 13, 2023, from <https://euf.eu.com/>
- Factoring! La Storia di Uno Strumento in ASCESA*. factoring - Italfinance Group. (n.d.). Retrieved February 13, 2023, from <https://gruppotalfinance.it/it/update/factoring-che-cosa-e-e-a-cosa-serve#:~:text=Le%20origini%20del%20factoring%20sono,di%20fatto%20il%20rischio%20dei>
- Factoring*. Page expired. (n.d.). Retrieved February 13, 2023, from <https://www.altalex.com/documents/altalexpedia/2013/01/15/factoring>
- FCI. (2022). Annual Review 2022.

- Finance, O. S. C. (2022, November 9). *Dynamic discounting*. L'innovazione digitale a 360 gradi. Retrieved February 3, 2023, from https://blog.osservatori.net/it_it/dynamic-discounting-che-cos-e
- Ganti, A. (2022, December 7). *What is a credit crunch? definition, causes, examples and effects*. Investopedia. Retrieved January 16, 2023, from <https://www.investopedia.com/terms/c/creditcrunch.asp>
- Gao, J., Zhang, J., Chen, X., Ding, X., Chen, R., & Yang, L. (2019). On supply chain performance and efficiency under purchase order financing together with reverse factoring financing. *2019 16th International Conference on Service Systems and Service Management (ICSSSM)*. <https://doi.org/10.1109/icsssm.2019.8887638>
- Gelsomino, L. M., de Boer, R., Steeman, M., & Perego, A. (2019). An optimisation strategy for Concurrent Supply Chain Finance Schemes. *Journal of Purchasing and Supply Management*, 25(2), 185–196. <https://doi.org/10.1016/j.pursup.2018.07.004>
- Hofmann, E. (2005). Supply chain finance — some conceptual insights. *Logistik Management*, 203–214. https://doi.org/10.1007/978-3-322-82165-2_16
- Hofmann, E., & Belin, O. (2011). *Supply Chain Finance Solutions*. Springer-Verlag Berlin Heidelberg.
- Hofmann, E., & Kotzab, H. (2010). A supply chain-oriented approach of Working Capital Management. *Journal of Business Logistics*, 31(2), 305–330. <https://doi.org/10.1002/j.2158-1592.2010.tb00154.x>
- Howorth, C., & Westhead, P. (2003). The focus of Working Capital Management in UK small firms. *Management Accounting Research*, 14(2), 94–111. [https://doi.org/10.1016/s1044-5005\(03\)00022-2](https://doi.org/10.1016/s1044-5005(03)00022-2)
- Huang, C., & Additional information Funding The work described in this paper was substantially supported by a grant from the Research Committee of The Hong Kong Polytechnic University under student account RK37. Notes on contributors Chaorui Huang Chaorui Huang is currentl. (n.d.). *The impact of payment term extensions on the Working Capital Management of an automotive supply chain*. Taylor & Francis. Retrieved January 16, 2023, from <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/00207543.2022.2065549>
- Jena, S. K., Padhi, S. S., & Cheng, T. C. E. (2023). Optimal selection of supply chain financing programmes for a financially distressed manufacturer. *European Journal of Operational Research*, 306(1), 457–477. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2022.07.032>

- Jin, W., & Wang, C. (2020). Modeling and simulation for Supply Chain Finance under uncertain environment. *Technological and Economic Development of Economy*, 26(4), 725–750. <https://doi.org/10.3846/tede.2020.12054>
- Jose, M. L., Lancaster, C., & Stevens, J. L. (1996). Corporate returns and cash conversion cycles. *Journal of Economics and Finance*, 20(1), 33–46. <https://doi.org/10.1007/bf02920497>
- Journal of Payments Strategy & Systems (online)*. ACNP. (n.d.). Retrieved December 30, 2022, from <https://acnpsearch.unibo.it/journal/2923733>
- Juan García Teruel, P., & Martínez Solano, P. (2007). Effects of Working Capital Management on SME profitability. *International Journal of Managerial Finance*, 3(2), 164–177. <https://doi.org/10.1108/17439130710738718>
- Koren, A. V., Vodopyanova, V. A., & Pustovarov, A. A. (2019). Development of a Supply Chain Policy for Financing Instruments System of Foreign Economic Activity. *International Journal of Supply Chain Management*. <https://doi.org/https://www.scopus.com/inward/record.uri?eid=2-s2.0-85078041770&partnerID=40&md5=f162f6776e3253fcd8a4fa201a460417>
- Lamoureux, J.-F., & Evans, T. A. (2012, November 25). *Supply Chain Finance: A new means to support the competitiveness and resilience of Global Value Chains*. SSRN. Retrieved December 30, 2022, from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2179944
- Li, L., Wang, Z., & Zhao, X. (2022). Configurations of financing instruments for supply chain cost reduction: Evidence from Chinese Manufacturing Companies. *International Journal of Operations & Production Management*, 42(9), 1384–1406. <https://doi.org/10.1108/ijopm-12-2021-0755>
- Marchi, B., Zanoni, S., & Jaber, M. Y. (2020). Improving supply chain profit through reverse factoring: A new multi-suppliers single-vendor joint economic lot size model. *International Journal of Financial Studies*, 8(2), 23. <https://doi.org/10.3390/ijfs8020023>
- Ministero delle imprese e del made in italy direzione generale per gli incentivi alle imprese. (2022). Relazione sugli interventi di sostegno alle attività economiche e produttive settembre 2022.
- Pérez-Elizundia, G., Delgado-Guzmán, J. A., & Lampón, J. F. (2020). Commercial banking as a key factor for smes development in Mexico through factoring: A qualitative approach. *European Research on Management and Business Economics*, 26(3), 155–163. <https://doi.org/10.1016/j.iedeen.2020.06.001>

- Reider, R., & Heyler, P. B. (2003). Analyzing sales for Better Cash Flow Management. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 15(1), 15–25. <https://doi.org/10.1002/jcaf.10213>
- Shulman, J., & Cox, R. (1985). *An integrative approach to working capital management*.
- Statista. (2022). POLITICS & SOCIETY Global corporate debt.
- Theodore Farris, M., & Hutchison, P. D. (2003). Measuring cash to cash performance. *The International Journal of Logistics Management*, 14(2), 83–92. <https://doi.org/10.1108/09574090310806611>
- Wu, Y., Wang, Y., Xu, X., & Chen, X. (2019). Collect payment early, late, or through a third party's reverse factoring in a supply chain. *International Journal of Production Economics*, 218, 245–259. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2019.04.040>

SITOGRAFIA

- [1] Advanced Solutions International, I. (n.d.). *CSCMP supply chain management definitions and glossary*. SCM Definitions and Glossary of Terms. Retrieved February 18, 2023, from https://cscmp.org/CSCMP/Educate/SCM_Definitions_and_Glossary_of_Terms/CSCMP/Educate/SCM_Definitions_and_Glossary_of_Terms.aspx?hkey=60879588-f65f-4ab5-8c4b-6878815ef921
- [2] *Advanced Working Capital Financing*. Hoshin Corporate Finance. (2021, December 1). Retrieved February 18, 2023, from <https://www.hoshincf.com/case-history/advanced-working-capital-financing/>
- [3] AIOLOG. (n.d.). Retrieved February 18, 2023, from <https://www.aiolog.it/chi-siamo/chi-e-aiolog/>
- [4] *Annual review*. FCI. (n.d.). Retrieved March 25, 2023, from <https://fci.nl/en/annual-review>
- [5] *Association for Supply Chain Management*. ASCM. (n.d.). Retrieved February 18, 2023, from <https://www.ascm.org/>
- [6] *Associazione Italiana per il factoring*. Assifact. (n.d.). Retrieved April 24, 2023, from <https://www.assifact.it/>
- [7] avvocato360, R. (n.d.). *Lo Sconto delle Cambiali*. Avvocato360. Retrieved February 18, 2023, from <https://avvocato360.it/news/lo-sconto-delle-cambiali-come-funziona>
- [8] *BakPedia*. Bankpedia. (n.d.). Retrieved April 24, 2023, from https://www.bankpedia.org/index_voce.php?lingua=it&i_id=127&i_alias=s&c_id=22323-sconto-di-cassa
- [9] *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems - revised version June 2011*. The Bank for International Settlements. (2011, June 1). Retrieved February 28, 2023, from <https://www.bis.org/publ/bcbs189.htm>
- [10] *Bilancio Aziendale d'esercizio: Registro Imprese*. Bilancio aziendale d'esercizio | Registro Imprese. (n.d.). Retrieved February 18, 2023, from <https://www.registroimprese.it/bilancio-d-esercizio>
- [11] *Bilancio riclassificato*. Informazioni TuttoVisure.it. (2018, January 5). Retrieved February 18, 2023, from <https://info.tuttovisure.it/bilancio-riclassificato-come-avviene/>

- [12] Bmaurizi. (2023, January 17). *Reverse factoring: Cos'è e come funziona?* IFIS Web. Retrieved February 18, 2023, from <https://www.bancaifis.it/news/reverse-factoring/#:~:text=Il%20Reverse%20Factoring%20%C3%A8%20una,alla%20Banca%2C%20ma%20il%20debitore.>
- [13] Bmaurizi. (2023, January 17). *Reverse factoring: Funzionamento.* IFIS Web. Retrieved February 18, 2023, from <https://www.bancaifis.it/news/reverse-factoring/#:~:text=Il%20Reverse%20Factoring%20%C3%A8%20una,alla%20Banca%2C%20ma%20il%20debitore.>
- [14] *Chi Siamo.* Hoshin. (n.d.). Retrieved April 24, 2023, from <https://www.hoshincf.com/chi-siamo>
- [15] *Cos'è lo Scoperto di Conto Corrente e come funziona.* Agicap. (2022, February 15). Retrieved February 18, 2023, from <https://agicap.com/it/articolo/scoperto-di-conto-corrente/>
- [16] Cotugno, D. M. V. (2022, October 4). *Anticipo fatture come funziona, in Cosa consiste e richiesta.* Il Commercialista Online. Retrieved February 18, 2023, from <https://www.ilcommercialistaonline.it/anticipo-fatture/>
- [17] Cybertec, editor. (n.d.). *Supply chain management: Cos'è e perché è fondamentale.* Cybertec Blog - Ottimizza la tua produzione. Retrieved February 18, 2023, from <https://blog.cybertec.it/supply-chain-management>
- [18] *Dilazione di Pagamento: Quando concordare Una rateizzazione di un importo.* IONOS Startup Guide. (n.d.). Retrieved February 18, 2023, from <https://www.ionos.it/startupguide/gestione/dilazione-di-pagamento/>
- [19] European Banking Authority. (2023, July 11). Retrieved April 24, 2023, from <https://www.eba.europa.eu/>
- [20] European Central Bank. (2022, July 21). *European Central Bank Tasso di Interesse.* European Central Bank. Retrieved April 24, 2023, from https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/interest_rates.it.html

- [21] European Central Bank. (2023, January 6). *Measuring inflation – the harmonised index of Consumer Prices (HICP)*. European Central Bank. Retrieved April 24, 2023, from https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic_and_sectoral/hicp/html/index.en.html
- [22] European Central Bank. (2023, January 6). *Measuring inflation – the harmonised index of Consumer Prices (HICP)*. European Central Bank. Retrieved March 25, 2023, from https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic_and_sectoral/hicp/html/index.en.html
- [23] Hayes, A. (2022, December 7). *Shareholder value added (SVA): Definition, uses, formula*. Investopedia. Retrieved February 18, 2023, from <https://www.investopedia.com/terms/s/shareholdervalueadded.asp>
- [24] Hayes, A. (2023, February 17). *Financial distress: Definition, signs, and remedies*. Investopedia. Retrieved February 18, 2023, from https://www.investopedia.com/terms/f/financial_distress.asp#:~:text=Key%20Takeaways,lasting%20damage%20to%20one%27s%20creditworthiness.
- [25] Hayes, A. (2023, January 16). *Line of Credit (loc) definition, types, and examples*. Investopedia. Retrieved February 18, 2023, from <https://www.investopedia.com/terms/l/lineofcredit.asp>
- [26] *IFRS Accounting Standard*. IFRS. (n.d.). Retrieved February 18, 2023, from <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/>
- [27] *Il mercato del factoring in Italia*. Assifact. (n.d.). Retrieved March 26, 2023, from <https://www.assifact.it/credifact/dati-e-statistiche/mercato-del-factoring-in-italia/>
- [28] *Il Tasso di Interesse della BCE, Tasso Refi*. euribor. (n.d.). Retrieved March 25, 2023, from <https://www.euribor-rates.eu/it/tasso-interesse-bce/>
- [29] *Industry statistics*. FCI. (n.d.). Retrieved February 18, 2023, from <https://fci.nl/en/industry-statistics>
- [30] Institute for Defense & Business. (2020, December 9). Retrieved February 18, 2023, from <https://www.idb.org/about/>
- [31] Kenton, W. (2022, December 13). *Inventory financing: Definition*. Investopedia. Retrieved February 18, 2023, from <https://www.investopedia.com/terms/i/inventory->

financing.asp#:~:text=Inventory%20financing%20is%20credit%20obtained,have%20access%20to%20other%20options.

- [32] *La ricevuta bancaria (ri.ba)*. QuiFinanza. (2022, June 28). Retrieved February 18, 2023, from <https://quifinanza.it/soldi/ricevuta-bancaria-riba/203546/>
- [33] *La riclassificazione del bilancio contabile*. ICRIBIS. (n.d.). Retrieved February 18, 2023, from <https://www.icribis.com/it/approfondimenti/azienda/bilancio-riclassificato>
- [34] *La Storia della Logistica*. Easy Logistic. (2015, September 9). Retrieved February 18, 2023, from <https://easylogisticsrls.it/blog/130/storia-della-logistica>
- [35] Mele, C. (2020, August 4). *Rendiconto Finanziario: Metodo Diretto E indiretto*. *informazioneefiscale.it*. Retrieved February 18, 2023, from <https://www.informazionefiscale.it/rendiconto-finanziario-metodo-indiretto-diretto>
- [36] *Members EUF*. EU Federation. (n.d.). Retrieved April 24, 2023, from <https://euf.eu.com/organisation/members.html>
- [37] *Modelli dei rating interni IRB*. Kalaway. (n.d.). Retrieved February 18, 2023, from <https://finance.kalaway.com/modelli-rating-interni-irb>
- [38] *Modello di Stackelberg*. OKPEDIA DUOPOLIO. (2014, November 15). Retrieved February 18, 2023, from https://www.okpedia.it/modello_di_stackelberg
- [39] *Normativa Factoring*. Normativa | UniCredit Factoring. (n.d.). Retrieved February 18, 2023, from <https://www.unicreditfactoring.it/it/factoring/normativa.html#:~:text=In%20Italia%20il%20contratto%20di,e%20seguenti%20del%20Codice%20Civile.>
- [40] *Pre-shipment finance*. Global Supply Chain Finance Forum. (n.d.). Retrieved February 18, 2023, from <http://supplychainfinanceforum.org/techniques/pre-shipment-finance/>
- [41] Professor Richard Laughlin. (2008, August 1). Retrieved February 18, 2023, from <https://www.kcl.ac.uk/people/richard-laughlin>
- [42] *Proprietà in "Dizionario di Economia e Finanza"*. in "Dizionario di Economia e Finanza". (n.d.). Retrieved February 18, 2023, from <https://www.treccani.it/enciclopedia/propriet%C3%A0-Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/>

- [43] Questiaux, J.-F. (2022, October 29). *Accounting & reporting for factoring*. EU Federation. Retrieved February 18, 2023, from <https://euf.eu.com/industry-overview/introduction/accounting-reporting-for-factoring.html>
- [44] Rebranding. (2023, February 8). *Cos'è il factoring e come funziona per le Imprese?* IFIS Web. Retrieved February 18, 2023, from <https://www.bancaifis.it/news/cose-il-factoring-come-funziona/#:~:text=il%20Factor%2C%20cio%20%3%A8%20l'operatore,ha%20un%20contratto%20di%20fornitura.>
- [45] Rebranding. (2023, January 17). *Cos'è l'anticipo fatture e come funziona?* IFIS Web. Retrieved February 18, 2023, from <https://www.bancaifis.it/news/cos-e-anticipo-fatture-come-funziona/#:~:text=L'anticipo%20fatture%20%3%A8%20una,da%20fatture%20con%20scadenza%20futura.>
- [46] Rebranding. (2023, January 17). *Factoring pro soluto e pro solvendo: Caratteristiche E Vantaggi*. IFIS Web. Retrieved February 18, 2023, from <https://www.bancaifis.it/news/factoring-pro-soluto-pro-solvendo/#:~:text=Il%20factoring%20pro%20solvendo%20%3%A8,caso%20di%20insolvenza%20del%20debitore.>
- [47] *Requisiti Patrimoniali in "Dizionario di Economia e Finanza"*. in "Dizionario di Economia e Finanza". (n.d.). Retrieved February 18, 2023, from https://www.treccani.it/enciclopedia/requisiti-patrimoniali_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/#:~:text=Vincoli%20sulla%20struttura%20del%20bilancio,il%20ripristino%20delle%20condizioni%20previste.
- [48] *Tipologie di factoring e definizione*. IFIS Web. (2022, October 13). Retrieved February 18, 2023, from <https://www.bancaifis.it/business/pmi/factoring/tipologie/>
- [49] *Transform your future. your business. our world*. ASCM. (n.d.). Retrieved February 18, 2023, from <https://www.ascm.org/>
- [50] Viron, G. de. (2022, October 31). *Annual factoring data*. EU Federation. Retrieved February 18, 2023, from <https://euf.eu.com/data-statistics/annual-factoring-data.html>

- [51] Wikimedia Foundation. (2016, February 23). *Costi di Insolvenza*. Wikipedia. Retrieved January 19, 2023, from https://it.wikipedia.org/wiki/Costi_di_insolvenza
- [52] Wikimedia Foundation. (2016, September 1). *Comitato di Basilea*. Wikipedia. Retrieved February 28, 2023, from https://it.wikipedia.org/wiki/Comitato_di_Basilea
- [53] Wikimedia Foundation. (2020, November 5). *Rendiconto Finanziario*. Wikipedia. Retrieved January 25, 2023, from https://it.wikipedia.org/wiki/Rendiconto_finanziario
- [54] Wikimedia Foundation. (2021, April 23). *Covenant (finanza)*. Wikipedia. Retrieved February 13, 2023, from [https://it.wikipedia.org/wiki/Covenant_\(finanza\)](https://it.wikipedia.org/wiki/Covenant_(finanza))
- [55] Wikimedia Foundation. (2021, June 21). *Google scholar*. Wikipedia. Retrieved January 4, 2023, from https://it.wikipedia.org/wiki/Google_Scholar
- [56] Wikimedia Foundation. (2021, March 17). *Strumento Finanziario*. Wikipedia. Retrieved December 30, 2022, from https://it.wikipedia.org/wiki/Strumento_finanziario
- [57] Wikimedia Foundation. (2021, March 30). *Strategia d'impresa*. Wikipedia. Retrieved December 30, 2022, from https://it.wikipedia.org/wiki/Strategia_d%27impresa
- [58] Wikimedia Foundation. (2021, March 30). *Strategia d'impresa*. Wikipedia. Retrieved January 16, 2023, from https://it.wikipedia.org/wiki/Strategia_d%27impresa
- [59] Wikimedia Foundation. (2021, May 12). *Gestione della Catena di Distribuzione*. Wikipedia. Retrieved January 16, 2023, from https://it.wikipedia.org/wiki/Gestione_della_catena_di_distribuzione
- [60] Wikimedia Foundation. (2021, November 5). *Cartolarizzazione*. Wikipedia. Retrieved February 13, 2023, from <https://it.wikipedia.org/wiki/Cartolarizzazione>
- [61] Wikimedia Foundation. (2021, September 25). *International Accounting Standards*. Wikipedia. Retrieved January 25, 2023, from https://it.wikipedia.org/wiki/International_Accounting_Standards
- [62] Wikimedia Foundation. (2022, December 10). *Bilancio d'esercizio*. Wikipedia. Retrieved January 25, 2023, from https://it.wikipedia.org/wiki/Bilancio_d%27esercizio
- [63] Wikimedia Foundation. (2022, December 19). *PepsiCo*. Wikipedia. Retrieved January 16, 2023, from <https://it.wikipedia.org/wiki/PepsiCo>

- [64] Wikimedia Foundation. (2022, December 21). *Scopus* . Wikipedia. Retrieved January 4, 2023, from [https://it.wikipedia.org/wiki/Scopus_\(base_di_dati\)](https://it.wikipedia.org/wiki/Scopus_(base_di_dati))
- [65] Wikimedia Foundation. (2022, December 24). *Smart contract*. Wikipedia. Retrieved January 4, 2023, from https://it.wikipedia.org/wiki/Smart_contract
- [66] Wikimedia Foundation. (2022, December 31). *Blockchain*. Wikipedia. Retrieved January 2, 2023, from <https://it.wikipedia.org/wiki/Blockchain>
- [67] Wikimedia Foundation. (2022, December 8). *Logistica*. Wikipedia. Retrieved December 30, 2022, from <https://it.wikipedia.org/wiki/Logistica>
- [68] Wikimedia Foundation. (2022, December 9). *IoT*. Wikipedia. Retrieved January 2, 2023, from https://it.wikipedia.org/wiki/Internet_delle_cose
- [69] Wikimedia Foundation. (2022, January 28). *Conto Corrente*. Wikipedia. Retrieved December 30, 2022, from https://it.wikipedia.org/wiki/Conto_corrente
- [70] Wikimedia Foundation. (2022, July 12). *Investitore Istituzionale*. Wikipedia. Retrieved January 4, 2023, from https://it.wikipedia.org/wiki/Investitore_istituzionale
- [71] Wikimedia Foundation. (2022, July 12). *Supply Chain Network*. Wikipedia. Retrieved December 30, 2022, from https://en.wikipedia.org/wiki/Supply_chain_network
- [72] Wikimedia Foundation. (2022, July 12). *Supply Chain Network*. Wikipedia. Retrieved January 16, 2023, from https://en.wikipedia.org/wiki/Supply_chain_network
- [73] Wikimedia Foundation. (2022, June 13). *Dynamic discounting*. Wikipedia. Retrieved February 3, 2023, from https://en.wikipedia.org/wiki/Dynamic_discounting
- [74] Wikimedia Foundation. (2022, May 30). *L.L.Bean*. Wikipedia. Retrieved January 16, 2023, from <https://it.wikipedia.org/wiki/L.L.Bean>
- [75] Wikimedia Foundation. (2022, May 5). *Agenzia di rating*. Wikipedia. Retrieved January 4, 2023, from https://it.wikipedia.org/wiki/Agenzia_di_rating
- [76] Wikimedia Foundation. (2022, November 23). *Catena del Valore*. Wikipedia. Retrieved January 16, 2023, from https://it.wikipedia.org/wiki/Catena_del_valore
- [77] Wikimedia Foundation. (2022, November 3). *Material Requirements Planning*. Wikipedia. Retrieved January 16, 2023, from https://it.wikipedia.org/wiki/Material_Requirements_Planning

- [78] Wikimedia Foundation. (2022, November 5). *General mills*. Wikipedia. Retrieved January 16, 2023, from https://it.wikipedia.org/wiki/General_Mills
- [79] Wikimedia Foundation. (2022, November 5). *Staples (azienda)*. Wikipedia. Retrieved January 16, 2023, from [https://it.wikipedia.org/wiki/Staples_\(azienda\)](https://it.wikipedia.org/wiki/Staples_(azienda))
- [80] Wikimedia Foundation. (2022, September 22). *Cambiale*. Wikipedia. Retrieved February 3, 2023, from <https://it.wikipedia.org/wiki/Cambiale>
- [81] Wikimedia Foundation. (2023, February 7). *Asset-based lending*. Wikipedia. Retrieved February 13, 2023, from https://en.wikipedia.org/wiki/Asset-based_lending
- [82] Wikimedia Foundation. (2023, January 14). *Nike*. Wikipedia. Retrieved January 16, 2023, from [https://it.wikipedia.org/wiki/Nike_\(azienda\)](https://it.wikipedia.org/wiki/Nike_(azienda))
- [83] Wikimedia Foundation. (2023, January 7). *Original Equipment Manufacturer*. Wikipedia. Retrieved January 19, 2023, from https://it.wikipedia.org/wiki/Original_equipment_manufacturer
- [84] Wikimedia Foundation. (2023, January 8). *Zara*. Wikipedia. Retrieved January 16, 2023, from [https://it.wikipedia.org/wiki/Zara_\(azienda\)](https://it.wikipedia.org/wiki/Zara_(azienda))
- [85] IMF (2022, May) <https://www.imf.org/external/datamapper/GDD/GlobalDebtDatabase.xlsx>