

POLITECNICO DI TORINO

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale
Anno Accademico 2023/2024



**Politecnico
di Torino**

Tesi di Laurea Magistrale

Garanzie pubbliche italiane per l'accesso al credito 2020-2023 e analisi di un caso studio aziendale

Relatori:

Prof. Enrico Luciano
Prof. Luigi Buzzacchi

Candidato:

Andrea Tallo
Matricola s304652

INTRODUZIONE

Il mercato del credito rappresenta un grande motore per la crescita economica, consentendo a persone e imprese di ottenere finanziamenti per le loro attività. Esso è storicamente caratterizzato dal fenomeno del "credit rationing", ovvero una condizione di equilibrio nel mercato in cui i prestatori limitano l'importo del credito concesso ai mutuatari, anche quando c'è una forte domanda; tale fenomeno è amplificato per le piccole medie imprese a causa della loro opacità informativa. Ai fini di superare tale barriera economica, sono stati studiati diversi strumenti finanziari (tecnologie di lending, collaterali, garanzie pubbliche, relazioni bancarie), con lo scopo di facilitare conseguentemente l'accesso ai finanziamenti.

Ulteriori complicanze emergono quando il sistema economico è messo a dura prova da crisi finanziarie, come nel caso degli ultimi importanti eventi mondiali, quali la pandemia causata dal Covid-19 e la guerra russo-ucraina, che hanno portato fuori equilibrio la tenuta delle economie mondiali. In questo complicato contesto storico, la risposta economica delle istituzioni governative è stata tuttavia molto rapida, avendo previsto un allentamento delle regole restrittive in ambito di politica monetaria e fiscale e creando di conseguenza le migliori condizioni possibili per la ripartenza del tessuto economico e imprenditoriale.

Il periodo appena descritto può essere suddiviso, in ambito del panorama europeo, in due fasi principali:

- 2020-2022: crisi Covid-19 e le conseguenti politiche di aiuto attuate dagli stati per il sostegno all'economia e alle famiglie;
- 2022-2023: crisi energetica causata dalla guerra russo-ucraina, che ha portato ad un rialzo dell'inflazione e al conseguente inasprimento della politica economica dettata dalla BCE.

Le misure intraprese dalle istituzioni europee hanno mostrato la loro efficacia: nonostante la crisi energetica, l'economia è difatti ripartita nel post Covid con un ritmo sostenuto che si prevede proseguire anche nei prossimi anni. Il rialzo dei tassi di interesse ha

invece permesso alla BCE di riprendere il controllo sull'inflazione, che si stima tornare al livello target del 2% nel 2025.

Il seguente lavoro di tesi ha l'obiettivo di presentare l'intervento delle istituzioni governative nel sostegno all'economia reale, analizzando nello specifico il contesto nazionale italiano, con un focus sullo strumento delle garanzie pubbliche che ha permesso alle imprese di ricevere la liquidità necessaria ad affrontare le crisi.

Nel primo capitolo si vuole discutere il tema del credit rationing e degli studi sulle possibili soluzioni analizzate in ambito accademico.

Nei successivi due capitoli si vuole descrivere il contesto economico europeo durante il periodo 2020-2023 e la relativa risposta delle istituzioni per il sostegno all'economia.

Il quarto, tratta nello specifico il sistema di garanzie pubbliche per facilitare l'accesso al credito messe a disposizione dal governo italiano tramite il Fondo di Garanzia PMI e SACE, con l'obiettivo di descriverne la normativa, visionarne i dati relativi agli importi erogati e presentarne le novità che saranno introdotte nel corso del 2024. Per concludere, nell'ultimo capitolo, verrà presentato un caso studio reale svolto durante la mia esperienza di stage presso Azimut Direct S.p.A., in cui, la relazione pre esistente tra il richiedente e il mediatore creditizio e l'intervento delle garanzie pubbliche hanno permesso ad una impresa italiana di avere accesso velocemente alla liquidità necessaria per finanziare il capitale circolante.

INDICE

| | |
|--|-----------|
| CAPITOLO 1: IL FENOMENO DEL CREDIT RATIONING | 8 |
| 1.1 Introduzione al credit rationing | 9 |
| 1.1.1 Il credit rationing nelle PMI | 10 |
| 1.2 Le possibili soluzioni | 12 |
| 1.2.1 Il relationship banking | 12 |
| 1.2.2 I collateralizzati come garanzia | 13 |
| CAPITOLO 2: IL CONTESTO ITALIANO NEL PERIODO 2020-2023 | 16 |
| 2.3 L'impatto del covid-19 sull'economia italiana | 17 |
| 2.4 L'impatto della guerra russo-ucraina sull'economia | 18 |
| 2.5 Il tessuto imprenditoriale italiano | 21 |
| 2.6 Il sistema finanziario italiano | 23 |
| 2.6.1 L'aumento del rischio sistemico per le banche | 25 |
| CAPITOLO 3: LA RISPOSTA DELLA BCE | 26 |
| 3.1 LA BCE | 27 |
| 3.2 La politica monetaria della BCE | 28 |
| 3.2.1 Il rialzo dei tassi di interesse | 29 |
| 3.2.2 Gli effetti sull'economia reale | 31 |
| CAPITOLO 4: LE MISURE DI SOSTEGNO, FOCUS SULLE GARANZIE PUBBLICHE IN ITALIA | 33 |
| 4.1 Introduzione | 34 |
| 4.2 Le politiche industriali | 34 |
| 4.3 Le garanzie pubbliche | 36 |
| 4.4 Gli enti erogatori in Italia | 38 |
| 4.4.1 Il gruppo SACE | 38 |
| 4.4.2 Il Fondo centrale di Garanzia | 38 |
| 4.5 Il Temporary Framework | 39 |

| | | |
|--------------------------------|--|-----------|
| 4.5.1 | La Garanzia MCC con il Temporary Framework | 41 |
| 4.5.2 | La Garanzia SACE con il Temporary Framework | 42 |
| 4.6 | Il Temporary Crisis Framework | 43 |
| 4.6.1 | La garanzia MCC con il Temporary Crisis Framework | 45 |
| 4.6.2 | La Garanzia SACE con il Temporary Crisis Framework | 46 |
| 4.7 | Il modello di valutazione MCC | 47 |
| 4.8 | Escussione garanzie | 51 |
| 4.8.1 | MCC | 51 |
| 4.8.2 | SACE | 52 |
| 4.9 | Importi garantiti dagli enti erogatori | 53 |
| 4.10 | Scenari ed evoluzioni nel 2024 | 57 |
| 4.10.1 | La Garanzia SACE Green | 58 |
| 4.10.2 | La Garanzia Archimede di SACE | 59 |
| 4.10.3 | La Garanzia Futuro di SACE | 60 |
| 4.10.4 | Le novità del Fondo centrale di garanzia PMI | 61 |
| 4.11 | Il PNRR | 63 |
| CAPITOLO 5: CASO STUDIO | | 66 |
| 5.1 | Introduzione | 67 |
| 5.2 | Il gruppo Azimut | 68 |
| 5.2.1 | Principi guida | 68 |
| 5.2.2 | Operatività del gruppo | 69 |
| 5.3 | Azimut Direct S.P.A. | 70 |
| 5.3.1 | La società | 70 |
| 5.3.2 | Caratteristiche | 70 |
| 5.3.3 | La tecnologia in una Fintech | 71 |
| 5.3.4 | Prodotti e servizi offerti | 72 |
| 5.4 | IngraMax Solutions S.r.l. | 74 |
| 5.4.1 | La società | 74 |
| 5.4.2 | La struttura societaria | 74 |
| 5.4.3 | Business model | 75 |

| | | |
|--------------------------------|------------------------------------|-----------|
| 5.5 | Processo operazione | 77 |
| 5.5.1 | Analisi di Bilancio | 78 |
| 5.5.2 | Business Plan 2023-2025 | 83 |
| 5.5.3 | Erogazione finanziamento | 86 |
| CAPITOLO 6: CONCLUSIONE | | 88 |
| 6.1 | Limitazione del lavoro | 89 |
| 6.2 | Conclusione | 90 |

CAPITOLO 1

Il fenomeno del credit rationing

1.1 Introduzione al credit rationing

Il credito è un bene non standard essendo caratterizzato da incertezza nel ricevere indietro il denaro prestato per il finanziatore, e dal pagamento del bene (interesse) che avviene temporalmente dopo la realizzazione della transazione (Jean Tirole, 2006). La mancanza di equilibrio nel mercato del credito si riferisce a situazioni in cui la domanda e l'offerta di credito non si incontrano a un dato tasso di interesse, portando a squilibri che possono avere ampie ripercussioni economiche. Questa condizione può manifestarsi attraverso il fenomeno del razionamento del credito, dove, a differenza dei mercati tradizionali in cui i prezzi (tassi di interesse) si adattano per equilibrare domanda e offerta, nel mercato del credito possono persistere nel tempo situazioni in cui la domanda eccede l'offerta (o viceversa) senza che i tassi di interesse si aggiustino per ripristinare l'equilibrio. Ciò può accadere per diverse ragioni, tutte legate a imperfezioni nel mercato del credito, principalmente dovute a informazioni asimmetriche tra mutuatari e prestatori.

La base della teoria moderna dei modelli relativi al razionamento del credito è costituita dagli studi di Jaffee e Russell (1976). Questi autori introducono il concetto di azzardo morale e selezione avversa come ragioni principali per cui le banche potrebbero limitare i prestiti. L'essenza del loro modello è che la presenza di informazioni imperfette, porta ad un tasso di interesse critico di massimizzazione del profitto del finanziatore oltre il quale non è più conveniente concedere credito anche a fronte di una maggiore disponibilità a pagare tassi di interesse più alti da parte dei mutuatari. Le asimmetrie informative possono essere identificate in 2 macro-categorie:

- ex-ante: si verificano quando una parte ha informazioni privilegiate prima di stipulare un contratto, portando a problemi di selezione avversa. Ciò significa che il prestatore potrebbe non essere in grado di distinguere tra buoni e cattivi rischi di credito prima di concedere un prestito;
- ex-post: emergono dopo la stipula del contratto e sono legate al rischio di azzardo morale, dove il mutuatario potrebbe agire in un modo che aumenta il rischio per il prestatore, il quale non può limitare facilmente tale comportamento.

Gli studi sono stati ripresi da Stigliz e Weiss (1981), i quali hanno analizzato il fenomeno del cosiddetto "credit crunch", dimostrando che, contrariamente alle aspettative classiche del mercato, può esistere un equilibrio in cui il credito viene razionato e di conseguenza alcuni mutuatari disposti a pagare un tasso di interesse più elevato per ottenere un prestito, potrebbero non riceverlo affatto (in contrapposizione al principio che regola i mercati economici, secondo cui l'equilibrio di mercato si raggiunge nel momento in cui la curva che descrive l'offerta di prestiti da parte del finanziatore, incontra la curva della domanda di credito da parte del creditore). I due effetti principali, studiati nelle due versioni del modello sono la selezione avversa e l'azzardo morale. Il primo si manifesta negli imprenditori più inclini ad accettare tassi di interesse elevati, i quali sono spesso quelli meno garantiti e più rischiosi poichè disposti ad accettare un maggiore tasso di interesse investendo in progetti altamente rischiosi, consapevoli che c'è un'alta probabilità che non riusciranno a restituire il credito. Il secondo effetto (presentato nella seconda versione del modello) si manifesta nel momento in cui (data la possibilità al mutuatario di scegliere tra uno o più progetti post transazione) l'aumento del tasso d'interesse può eventualmente indurlo ad intraprendere il progetto con più elevata possibilità di insuccesso a fronte di un maggior rendimento ottenibile per ripagare il costo del credito. Sia in situazioni di selezione avversa che di azzardo morale, il guadagno previsto per la banca può crescere fino a un punto massimo, ossia fino al tasso di interesse critico, dopo il quale inizia a diminuire.

1.1.1 Il credit rationing nelle PMI

Il credit rationing descritto precedentemente, è maggiormente accentuato nelle PMI¹ principalmente per 3 elementi che determinano maggiori asimmetrie informative rispetto alle imprese più grandi:

- struttura finanziaria delle imprese: le grandi imprese sono soggette a pubblicità e a controlli sul bilancio che ne rendono possibile una valutazione costante del

¹La definizione di piccola e media impresa (PMI) a livello UE è contenuta nella Raccomandazione n. 2003/361/Ce della Commissione Europea, recepita in Italia con Decreto Ministeriale 18 aprile 2005. Si definisce PMI, un'impresa che ha n.dipendenti minore di 250 e Fatturato inferiore a 50 milioni di euro o un totale attività inferiore a 43 milioni di euro.

merito creditizio basato su effetti quantitativi. Queste informazioni sono spesso assenti nelle PMI, il che le rende per natura opache rendendo il merito creditizio più difficile da stimare;

- il rischio: le imprese di piccole e medie dimensioni sono solitamente considerate più rischiose e sensibili alle variazioni del mercato. Inoltre esse presentano meno attività tangibili utilizzabili come garanzie ai finanziamenti;
- massimizzazione dei profitti delle banche: il razionamento del credito per le PMI è un fenomeno che riflette la scelta razionale delle banche di massimizzare i profitti di fronte all'asimmetria informativa e ad altri fattori che rendono le PMI rischiose o meno attraenti come destinatari di prestiti (Yuhuan Jin e Sheng Zhang, 2019). Inoltre, spesso i costi di analisi e valutazione del merito creditizio o del monitoraggio post transazione sono troppo elevati rispetto ai possibili guadagni derivanti dalla cifra richiesta da tali tipologie di imprese.

In generale, il fenomeno del razionamento del credito è utilizzato per descrivere varie situazioni come "l'inasprimento delle politiche monetarie" e "la restrizione dei prestiti da parte delle banche", le quali hanno un impatto diretto sulle imprese.

1.2 Le possibili soluzioni

1.2.1 Il relationship banking

Un fenomeno interessante e ampiamente studiato nell'affrontare le asimmetrie informative è senza dubbio il "relationship banking", basato principalmente sulla produzione di un set di informazioni soft a cui le banche possono accedere dopo aver instaurato un rapporto di lungo termine con il cliente. Wilson (1993) ha analizzato specificamente come le informazioni ottenute attraverso le relazioni continue possano permettere alle banche di ridurre l'incertezza riguardante il rischio di credito dei mutuatari e come ciò influenzi la strutturazione dei prestiti. Una relazione bancaria consolidata può portare a una migliore taratura dei prezzi dei prestiti, in quanto la banca ha una maggiore conoscenza della storia creditizia del mutuatario, della sua affidabilità finanziaria e della stabilità operativa. Ciò può risultare in condizioni di prestito più favorevoli per i mutuatari affidabili che hanno instaurato una solida relazione con la loro banca. Le prove indicano che le relazioni bancarie hanno valore, aumentando la disponibilità di credito in alcuni casi e riducendo i tassi di interesse sui prestiti (Elyas Elyasiani a, Lawrence G. Goldberg, 2004). Berger e Udell (1995) hanno dimostrato che i prestatori offrono a imprese con relazioni più lunghe, tassi più bassi e sono meno propensi a richiedere garanzie. Inoltre, in un secondo articolo del 1996, hanno provato che le grandi banche emettono meno prestiti alle piccole imprese rispetto alle piccole banche, teoria confermata da , Cole, Goldberg, and White (2004). Le differenze operative tra banche grandi e piccole possono essere spiegate dalla teoria del controllo gerarchico sviluppata da Williamson (1967), secondo cui chi si occupa di approvare il finanziamento nelle piccole banche ha spesso un rapporto diretto con il mutuatario, al contrario delle grandi banche le quali avendo molte filiali solitamente si basano su processi maggiormente standardizzati e basati su valori quantitativi. In un ulteriore studio, Berger e Udell, (1998) espandono anche questo concetto aggiungendo il tema delle diverse "tecnologie di prestiti" come elemento cruciale nel mercato del credito. Esse possono essere utilizzate dalle banche per colmare il gap informativo con le PMI, per esempio tramite l'utilizzo di collateralità nei loan, esternando come gli enti regolatori possono emanare politiche efficaci che promuovano l'accesso al credito per le

piccole e medie imprese.

Tuttavia il relationship lending può avere anche degli aspetti negativi da considerare. Tali temi sono stati affrontati da Rajan (1992) e da Wilson (1993) evidenziando come tra gli effetti negativi possibili possono esserci il rischio di lock-in, cioè di restare bloccati nella relazione con la banca mentre le altre offerte possono essere eccessivamente onerose e il creare una dipendenza eccessiva da un unico intermediario finanziario, diminuendo la concorrenza sul mercato. Per tale ragione può essere importante trattare il tema degli advisory finanziari (o dei mediatori creditizi) nel processo di finanziamento, che a fronte di un corrispettivo, possono facilitare l'accesso al debito per le imprese, con la preparazione di documentazione finanziaria, la negoziazione dei termini del prestito e l'ottimizzazione delle strutture di debito.

1.2.2 I collaterali come garanzia

I problemi derivanti dalle asimmetrie informative possono essere attenuati se gli imprenditori sono capaci di fornire adeguate garanzie collaterali. Queste possono agire durante la fase di valutazione, per differenziare tra imprenditori con diversi livelli di rischio, riducendo quindi i problemi associati alla selezione avversa ma allo stesso tempo fungendo da meccanismo incentivante contro il rischio di comportamenti opportunistici nella fase successiva alla stipula del contratto. Nel modello di Bester (1985), viene dimostrata una relazione opposta tra l'importo della garanzia e il rischio di insolvenza del progetto, portando il mutuatario a selezionare il progetto meno rischioso. In un secondo lavoro (1995), Bester dimostra che richiedere collaterale può aiutare i prestatori a separare i mutuatari a basso rischio da quelli ad alto rischio, dato che i primi saranno più inclini a offrire un bene in garanzia per ottenere condizioni di prestito migliori. Inoltre, il collaterale può agire come un meccanismo di penalità per il mutuatario in caso di inadempienza, riducendo così l'incentivo a intraprendere progetti eccessivamente rischiosi. Uno studio più recente della Banca d'Italia (2004), ha esplorato l'importanza delle garanzie nei contratti di debito, in particolare nei prestiti bancari, utilizzando un campione di oltre 50.000 linee di credito concesse da banche italiane. I risultati empirici hanno mostrato che sia le garanzie interne (attività fisiche o titoli vendibili in caso di inadempienza del

debitore), sia le garanzie esterne (obbligazioni contrattuali di terze parti di pagare in caso di default, come fideiussioni) sono impiegate come strumento contro i problemi di azzardo morale. Entrambi i tipi di garanzie riducono il rischio di credito, come evidenziato dal fatto che i prestiti garantiti hanno tassi di interesse inferiori rispetto a quelli non garantiti. Il collaterale, offerto dai mutuatari come sicurezza contro il default, influisce sui tassi di interesse che i prestatori sono disposti ad offrire perché esso riduce il rischio per il prestatore, consentendo potenzialmente tassi di interesse più bassi per il mutuatario (Barro, 1976).

L'utilizzo di tali strumenti implica anche alcuni effetti negativi che possono introdurre un divario nella valutazione dell'asset da parte dell'imprenditore e quella della banca. Coco (2000), presenta alcuni di essi come determinanti nella scelta di utilizzare o meno un collaterale:

- costi legali e di monitoraggio: l'uso del collaterale implica costi legali e di monitoraggio che possono essere significativi;
- costi di liquidazione in caso di fallimento: nel processo di fallimento, le banche possono incorrere in costi di raccolta e di commercializzazione dell'asset garantito come collaterale;
- valore intrinseco del collaterale all'imprenditore: il valore del collaterale potrebbe avere un valore intrinseco maggiore per l'imprenditore rispetto al suo valore di mercato;

Il documento conclude evidenziando che l'uso del collaterale implica che questo debba essere associato a un grande beneficio per compensare i costi e gli aspetti negativi che possono sorgere, in virtù anche della condizione del mutuatario e del mercato (tipo di competizione del mercato del credito, screening dei progetti, etc.). Un'altra area di interesse è l'impatto dell'uso del collaterale sulla propensione al rischio delle banche stesse. Mentre il collaterale è inteso a ridurre il rischio di credito per il prestatore, esso può anche portare le banche ad assumere rischi maggiori, concedendo prestiti a mutuatari più rischiosi o aumentando il volume di prestiti a condizioni meno favorevoli, basandosi

sulla sicurezza offerta dal collaterale. Questo fenomeno può aumentare le vulnerabilità del sistema finanziario, specialmente in tempi di stress finanziario quando il valore dei beni collaterali può diminuire drasticamente (Adriano A. Rampini, 2010). Nei periodi di crisi le banche, soprattutto quelle più solide, richiedono garanzie più significative o valutano più rigorosamente il valore delle garanzie presentate dai mutuatari, come modo per mitigare i rischi associati al prestito in un contesto di maggiore incertezza economica, riducendo la possibilità di ottenere credito per le imprese (Banca d'Italia, 2021). Inoltre, le piccole e medie imprese spesso si trovano ad affrontare una limitata disponibilità di asset tangibili utilizzabili come collaterale, rendendo così più arduo per loro l'ottenimento di finanziamenti. Per tale ragione nel corso degli anni sono stati introdotti dagli stati, diversi strumenti di garanzie pubbliche (in modo particolare in momenti di crisi), con l'obiettivo di sostenere le imprese facilitando l'accesso al credito (Honohan, 2010). Un'analisi su tali strumenti è presente nel capitolo 4.

CAPITOLO 2

Il contesto italiano nel periodo 2020-2023

2.3 L’impatto del covid-19 sull’economia italiana

La pandemia da COVID-19 ha causato una significativa riduzione dei consumi da parte delle famiglie, dovuta alle restrizioni sulla circolazione e alle misure di distanziamento sociale. Tale situazione ha portato ad un calo significativo dei ricavi delle imprese, con una riduzione media di circa l’8,6%, causando ad una contrazione del Prodotto Interno Lordo (PIL) nei paesi avanzati fino al 4,7% (Banca d’Italia, relazione annuale 2022).

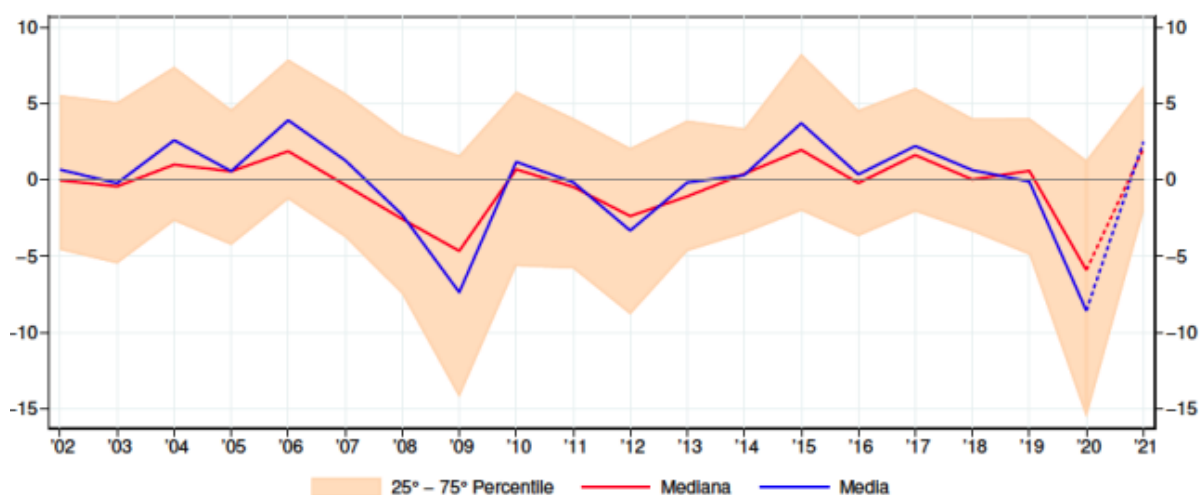


Figura 1: Variazione percentuale fatturato imprese italiane nel 2020 - Fonte: Indagine sulle imprese industriali e dei servizi 2021, Banca d’Italia.

Le imprese si sono trovate di fronte ad una crescente necessità di liquidità che è stata soddisfatta largamente tramite l’erogazione di finanziamenti bancari, cresciuti del 7,1% (8,3% in Italia) nel corso del 2020 in Europa. Il settore bancario ha svolto in questo senso un ruolo di fondamentale importanza nella gestione e nell’attuazione delle misure necessarie per superare la prima fase della crisi. Di fronte alla crescita della domanda di finanziamenti, sono state offerte soluzioni tempestive ed efficaci sia in termini di quantità che di costo, grazie soprattutto all’utilizzo di finanziamenti assistiti da garanzie pubbliche. Tali interventi dei governi nazionali hanno sostenuto il tessuto imprenditoriale europeo ed italiano in particolar modo, in attesa della ripresa post pandemica, avvenuta dalla seconda metà del 2021, con l’interruzione delle limitazioni che ha portato ad una crescita di oltre 5,2% del PIL nei paesi avanzati ².

²Fonti: Relazioni annuali anni 2020 e 2021, Banca d’Italia.

2.4 L'impatto della guerra russo-ucraina sull'economia

A febbraio 2022 è scoppiata la guerra in Ucraina, la quale ha portato enormi conseguenze economiche e geopolitiche in Europa e nel mondo. Dalla Seconda Guerra Mondiale nessun altro scontro regionale aveva mai avuto un impatto così rilevante sulla crescita mondiale, l'inflazione, il commercio e le relazioni internazionali. Al termine della fase critica della pandemia da Covid-19, si prevedeva che le principali variabili macroeconomiche sarebbero ritornate alla normalità nel corso del 2023, raggiungendo una crescita globale in linea con i livelli pre-Covid. I dati della relazione annuale anno 2022 della Banca d'Italia, hanno invece delineato uno scenario drammatico ed impreveduto, Da quanto emerge nello studio di Tiziana D'Amico dell'INAPP (2022), i due paesi coinvolti nel conflitto, super rappresentino solo il 2% del PIL globale, sono tra i principali fornitori di una serie di risorse naturali fondamentali per le supply chain di tutto il mondo. In particolare, la Russia è tra i maggiori produttori di petrolio e gas naturale, oltre che fornitore importante di palladio, nichel acciaio e uranio; mentre la riduzione delle esportazioni di grano e altri cereali dall'Ucraina ha generato gravi carenze in molte economie in via di sviluppo. A livello economico, il sistema di sanzioni e contro-sanzioni ha lasciato il segno nelle relazioni commerciali. L'impatto diretto delle sanzioni alla Russia sull'export italiano ha riguardato 686 milioni di euro di vendite, pari all'1,5% del totale³. L'incremento dei costi energetici e delle materie prime (tra il 21% e il 40%) collegati allo stop delle forniture da parte della Russia, ha portato ad un incremento importante dei costi dell'energia e dei beni per imprese e famiglie, innescando una serie di fattori che hanno portato ad un aumento incontrollato dei prezzi per i consumatori. Il protrarsi della guerra in Ucraina ha mantenuto elevato il prezzo del gas e, di conseguenza, quello dell'energia elettrica, ma con la riduzione dei consumi, l'aumento delle importazioni da altri paesi quali Egitto, Qatar, Algeria, Azerbaijan, Congo e Angola, e il Gnl (gas naturale liquefatto) l'Italia è riuscita a rimpiazzare il gas russo per gli anni futuri.

³Fonte: "L'economia italiana alla prova del conflitto in Ucraina", Confindustria, 2022.



Figura 2: L'andamento dell'indice Ttf Future a 10 mesi (ottobre 2023) negli ultimi 5 anni - Fonte: Borsa di Amsterdam.

Una delle conseguenze più importanti del conflitto russo-ucraino è stato il vertiginoso aumento dell'inflazione che ha colpito tutti i paesi occidentali. Secondo le stime Istat l'inflazione in Italia è cresciuta del +11,6% su base annua a dicembre 2022, con una media annuale pari al +8,1%. Questo rialzo è stato dovuto principalmente all'andamento dei prezzi dei beni energetici (+50,9% in media) rivelandosi simile in tutta l'Eurozona. L'intervento della BCE con l'aumento dei tassi di interessi, unito al calo del costo dell'energia dovuto alla diversificazione delle fonti, ha favorito una riduzione progressiva dell'inflazione che a settembre 2023 si è attestata al +5,3% in Italia (+4.3% in Europa) su base annua.

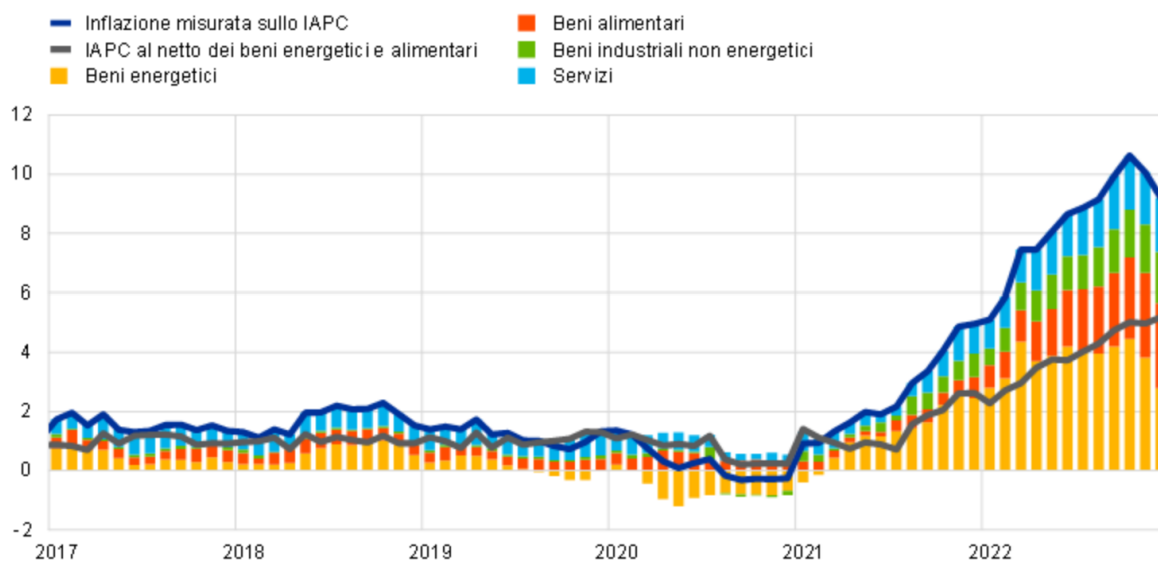


Figura 3: L'andamento dell'inflazione 2018-2023 in Italia - Fonte: Consumer prices inflation 2023, Eurostat.

Nel 2022, l'economia dell'area euro ha subito un rallentamento a causa dell'aumento dei prezzi dei combustibili, che ha portato a un significativo trasferimento di ricchezza dai paesi importatori di petrolio e gas a quelli esportatori. Il Prodotto Interno Lordo reale europeo (PIL) è cresciuto solo del 3,5% secondo la Commissione Europea, circa due punti percentuali in meno rispetto alla forte ripresa dell'anno precedente dopo la pandemia. Le stime di primavera 2023 della Commissione europea hanno confermato la tenuta dell'economia italiana: si prevede una crescita del Pil (reale) del 1,1% nel 2024.

| Aggregati | NaDef | | Spring forecast | |
|---|-------|-------|-----------------|-------|
| | 2023 | 2024 | 2023 | 2024 |
| <i>Pil nominale (variazione)</i> | 5,3 | 4,1 | 7,2 | 3,8 |
| <i>Deflatore (variazione)</i> | 4,5 | 2,9 | 5,9 | 2,7 |
| <i>Pil reale (variazione)</i> | 0,8 | 1,2 | 1,2 | 1,1 |
| <i>Pil potenziale (variazione)</i> | 0,9 | 1,1 | 0,8 | 0,9 |
| <i>Output gap (rispetto al Pil)</i> | 0,7 | 0,7 | 1,1 | 1,3 |
| <i>Avanzo primario (rispetto al Pil)</i> | -1,5 | -0,2 | -0,6 | 0,5 |
| <i>Indebitamento (rispetto al Pil)</i> | -5,3 | -4,3 | -4,5 | -3,7 |
| <i>Componente ciclica (rispetto al Pil)</i> | 0,4 | 0,4 | 0,6 | 0,7 |
| <i>Saldo strutturale (rispetto al Pil)</i> | -5,9 | -4,8 | -5,3 | -4,5 |
| <i>Debito pubblico (rispetto al Pil)</i> | 140,2 | 140,1 | 140,4 | 140,3 |

Figura 4: PIL nei paesi dell'Eurozona - Fonte: Commissione Europea, relazione annuale anno 2022, Banca d'Italia.

2.5 Il tessuto imprenditoriale italiano

Paola Garrone e Giorgio Vittadini (2014) hanno dato una descrizione del sistema produttivo italiano, il quale è diverso da quello di altri grandi Paesi europei. Fondato infatti sul concetto di persona come principale risorsa, è costituito da PMI per il 99,9%⁴ di cui la quasi totalità sono micro-imprese con meno di 10 addetti. Tali imprese solitamente, non possiedono particolari riserve di liquidità e difficilmente sono in grado di ricorrere a fonti alternative di finanziamento rispetto agli istituti finanziari tradizionali come le banche commerciali. Nel 2020 la produzione industriale italiana ha segnato un -10,9% recuperato poi nel 2021 (+13%) ma in riduzione dello 0,4% nel 2022. I comparti con gli incrementi più evidenti sono stati quelli legati alle attività turistiche e ricreative, che avevano sofferto maggiormente durante la crisi sanitaria.

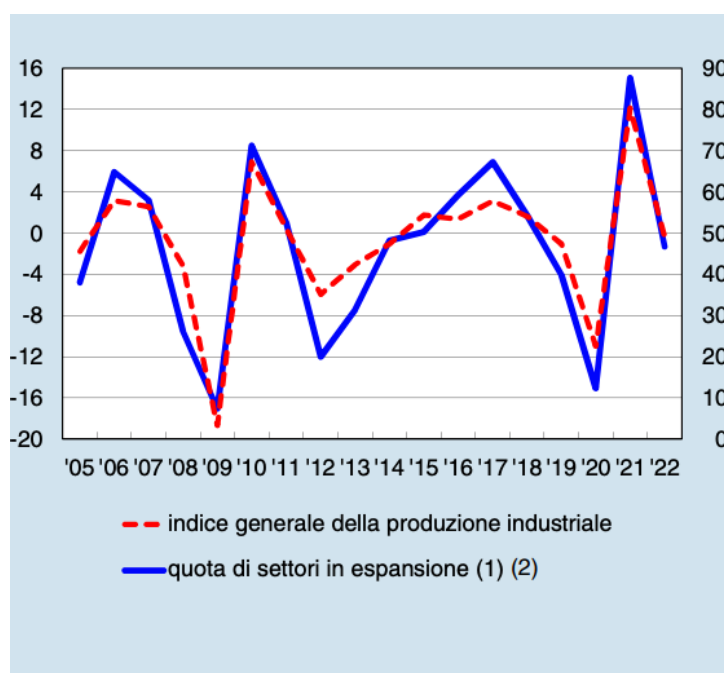


Figura 5: Produzione industriale in Italia - Fonte: Relazione annuale anno 2022, Banca d'Italia.

Tra i settori che non hanno ancora recuperato i livelli di attività precedenti la pandemia, pur crescendo nel 2022, figurano quello del tessile e dell'abbigliamento (-15,6%), e il comparto della fabbricazione di mezzi di trasporto (-5,4%). Lo stesso andamento ha caratterizzato gli investimenti nel triennio 2020-22. Secondo l'indagine Invind della

⁴Fonte ISTAT.

Banca d'Italia del 2022, gli investimenti delle imprese italiane hanno registrato una contrazione nel 2020 soprattutto per le PMI con meno di 250 dipendenti. Nell'ottica di preservare liquidità, le imprese hanno ridotto gli investimenti fissi lordi del 9,1% in media; rispetto alle precedenti crisi si è notato però una maggior fiducia nella ripresa dei piani di sviluppo rimasti bloccati, soprattutto grazie al sostegno delle istituzioni italiane ed europee. Il 2021 ha visto infatti un'espansione degli investimenti sia nella manifattura sia nel settore dei servizi ed è stata in entrambi i comparti più accentuata fra le imprese con meno di 50 addetti. Nel corso del 2022, si è registrato un ulteriore andamento positivo, lasciando intravedere la possibilità di un aumento continuativo della spesa in conto capitale anche nel 2023. Va sottolineato che persistono differenze significative tra i vari settori e le diverse dimensioni aziendali.

| Industria in senso stretto | | | | | |
|----------------------------|--------|-----------------------|------------------------|-------------------------|----------------------|
| | Totale | da 20 a 49 dipendenti | da 50 a 199 dipendenti | da 200 a 499 dipendenti | oltre 500 dipendenti |
| 2020 | -8,6% | -14,8% | -13,4% | -13,8% | -1,2% |
| 2021 | 10,1% | 17,9% | 12,0% | 7,6% | 7,2% |
| 2022 | 1,5% | 2,5% | 3,7% | 2,1% | -0,3% |

| Servizi | | | | | |
|-------------|--------|-----------------------|------------------------|-------------------------|----------------------|
| | Totale | da 20 a 49 dipendenti | da 50 a 199 dipendenti | da 200 a 499 dipendenti | oltre 500 dipendenti |
| 2020 | -9,1% | -12,5% | -12,9% | 0,8% | -9,2% |
| 2021 | 4,2% | 10,8% | 4,1% | 6,3% | 1,0% |
| 2022 | 4,8% | 6,6% | 8,6% | 16,9% | 0,0% |

| Totale | | | | | |
|-------------|--------|-----------------------|------------------------|-------------------------|----------------------|
| | Totale | da 20 a 49 dipendenti | da 50 a 199 dipendenti | da 200 a 499 dipendenti | oltre 500 dipendenti |
| 2020 | -8,8% | -13,7% | -13,1% | -0,7% | -5,5% |
| 2021 | 7,2% | 14,1% | 8,7% | 6,9% | 4,0% |
| 2022 | 3,1% | 4,8% | 5,8% | 7,1% | -0,2% |

Figura 6: Variazione investimenti 2020-22 - Fonte: Relazione annuale anno 2023, Banca d'Italia.

Il 2020 l'indebitamento delle imprese è cresciuto notevolmente, interrompendo il trend di riduzione in atto dal 2011, ripreso in parte nel 2022; la crescita dei prestiti erogati alle imprese da banche e società finanziarie si è nettamente ridimensionata nel 2021, riconducibile sia alla minore domanda di credito dovuta all'abbondante liquidità accumulata, ma anche a causa dell'aumento del costo del denaro. Durante il triennio preso in considerazione, si è osservato un ampliamento della diversificazione delle fonti di finanziamento, con un aumento del peso delle emissioni obbligazionarie rispetto al totale dei debiti finanziari e una crescente presenza di fonti alternative come il direct lending.

Ciò ha comportato una diminuzione dell'incidenza dei prestiti bancari, sebbene questa rimanga elevata rispetto agli standard internazionali. Le imprese hanno principalmente cercato finanziamenti per il capitale circolante, con un aumento dei nuovi operatori finanziari che operano nel settore del factoring attraverso piattaforme digitali, in grado di erogare credito in modo rapido ed efficiente. Un ruolo chiave nella digitalizzazione e nell'aumento di competitività delle imprese italiane, può ricoprirlo il PNRR. Nel primo semestre del 2022 sono stati raggiunti tutti i 45 obiettivi concordati a livello europeo. Ciò ha comportato l'erogazione, a novembre dello scorso anno, della seconda rata di finanziamento da 21 miliardi. Il futuro della transizione tecnologica italiana dipenderà molto dall'utilizzo di tali risorse e dalla capacità della pubblica amministrazione di ottenere le rate successive.

2.6 Il sistema finanziario italiano

Un sistema finanziario può essere definito come “quell'insieme di strumenti, di mercati e di istituzioni attraverso i quali si realizza la movimentazione monetaria e il trasferimento del rischio tra i vari soggetti economici⁵”. Il sistema finanziario (Franco Varetto, Struttura del mercato finanziario), svolge diverse funzioni:

- trasferire risorse finanziarie (ossia, moneta) dai soggetti che ne dispongono a quelli che invece ne hanno bisogno, ponendosi come controparte di ciascuno di essi;
- fornisce liquidità e commerciabilità ai titoli scambiati;
- determina i prezzi a cui avvengono gli scambi;
- raccoglie ed elabora le informazioni sulle società e sugli intermediari;
- fornisce il sistema di gestione dei pagamenti digitali;
- gestisce la ripartizione dei rischi finanziari ed operativi con i diversi strumenti di cui dispone.

Gli intermediari finanziari raccolgono fondi dal pubblico, in diversi modi a seconda della tipologia, e li investono sia in titoli disponibili sul mercato, sia sotto forma di

⁵Fonte: Gianluca Defendi, Milano Finanza.

finanziamenti per imprese e famiglie. Le principali componenti del sistema finanziario italiano sono:

- le banche: sono gli intermediari finanziari più importanti, in quanto raccolgono fondi dal pubblico attraverso i depositi e le obbligazioni, e li prestano a imprese e privati;
- le imprese di investimento: sono intermediari finanziari che offrono una gamma più ampia di servizi finanziari, come la gestione di fondi comuni di investimento, la consulenza finanziaria e l'attività di banca d'affari;
- i mercati finanziari: sono luoghi in cui vengono scambiati strumenti finanziari, come azioni, obbligazioni e derivati.

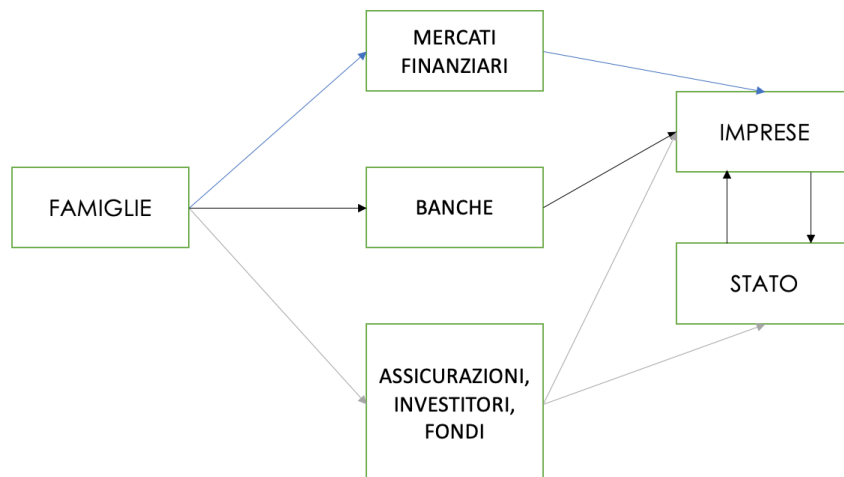


Figura 7: Il sistema finanziario - Fonte: Struttura del mercato finanziario, Franco Varetto.

Il sistema finanziario italiano è un sistema bank based, ovvero un sistema in cui le banche svolgono un ruolo centrale nell'intermediazione tra chi ha risparmi e chi ha bisogno di investimenti. Alla fine del 2022 il sistema bancario italiano era composto da 139 intermediari, ma il settore risulta essere molto concentrato con oltre l'80 per cento delle attività complessive gestite da 12 player⁶. Dal 2021 inoltre, si è osservato un aumento della concorrenza per la presenza di operatori (banche estere e intermediari non bancari) che fanno un uso intensivo della tecnologia nell'offerta di servizi finanziari. Ciò ha richiesto alle banche italiane uno sforzo di riduzione dei costi operativi e un'espansione

⁶Fonte: Relazione annuale anno 2022, Banca d'Italia.

degli investimenti nelle infrastrutture digitali; gli intermediari di maggiore dimensione hanno destinato all'innovazione dei processi produttivi una quota delle spese informatiche nettamente superiore rispetto agli altri. La recente crisi pandemica ha decisamente accelerato il processo di digitalizzazione del settore bancario italiano ed europeo. Nell'offerta di prodotti e servizi digitali le banche tradizionali hanno iniziato a competere o a collaborare con operatori digitali del settore; la metà dei progetti e degli investimenti FinTech in corso o programmati per il triennio 2023-25 dalle banche italiane prevede infatti la cooperazione con società non finanziarie esterne al gruppo per lo sfruttamento di dati, con l'obiettivo di migliorare l'offerta di prodotti, il servizio di assistenza, la velocità dei processi, la gestione del personale e i metodi quantitativi per la gestione del rischio.

2.6.1 L'aumento del rischio sistemico per le banche

Nello studio condotto da Beck, Thorsten and Keil, Jan, (2020) viene evidenziato come gli effetti della crisi sulle imprese e sulle famiglie alla fine si sono diffusi anche alle banche, incidendo negativamente sui loro ricavi, profitti, solvibilità e capitale causando un aumento del rischio sistemico⁷. Tali effetti sono stati maggiori per le grandi banche sottocapitalizzate in cui il rapporto prestito/asset era (al momento della crisi) molto elevato. Un secondo risultato molto importante riportato nello studio riguarda il ruolo significativo del regolatore e dell'intervento pubblico nel aver ridotto gli effetti della crisi e aver permesso la ripartenza dell'economia. Sono presentati nei capitoli successivi le misure di sostegno messe in atto dai governi, volte a garantire un'attenuazione del rischio per le banche e continuare nella concessione di credito a sostegno delle imprese.

⁷Il rischio sistemico è il rischio che l'insolvenza o il fallimento di uno o più intermediari determini generalizzati fenomeni d'insolvenza o fallimenti a catena di altri intermediari. Fonte - Bankpedia

CAPITOLO 3

La risposta della BCE

3.1 LA BCE

La Banca Centrale Europea (BCE) è l'ente incaricato di gestire la politica monetaria nell'area dell'euro. Fondata il 1° giugno 1998 e con sede a Francoforte, Germania, la BCE è il cuore del Sistema Europeo delle Banche Centrali⁸. (SEBC) ed ha l'obiettivo di mantenere la stabilità dei prezzi nella zona euro, mirando a un tasso di inflazione inferiore ma vicino al 2%. In aggiunta, la BCE è incaricata della gestione delle riserve ufficiali dei paesi dell'area dell'euro e della supervisione dei sistemi di pagamento.

Gli strumenti "classici" attraverso cui il SEBC e la BCE in particolare regolano l'offerta di moneta sono:

- fissazione dei tassi d'interesse di policy (quello sulle operazioni di rifinanziamento principali, quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi overnight presso la banca centrale);
- operazioni di mercato aperto si svolgono tramite acquisto (o vendita) di titoli in cui si crea (o assorbe) base monetaria;
- operazioni su iniziativa delle controparti, per la gestione giornaliera della liquidità;
- modifiche del coefficiente di riserva obbligatorio delle banche.

⁸Il Sistema europeo delle banche centrali (SEBC), istituito dal trattato di Maastricht, è costituito dalla Banca centrale europea e dalle banche centrali nazionali dei 27 stati membri dell'Unione europea. Le banche centrali nazionali ne fanno infatti parte a prescindere dall'adozione della moneta unica, ma solo i governatori delle banche nazionali dei paesi appartenenti all'eurozona prendono parte al processo decisionale e attuativo della politica monetaria dell'euro, all'interno di un meccanismo detto eurosistema.

3.2 La politica monetaria della BCE

In circostanze economiche normali la BCE influenza le condizioni finanziarie generali e, in definitiva, gli andamenti macroeconomici e l'inflazione fissando i tassi di interesse di riferimento a breve termine. A seguito della crisi finanziaria globale del 2008 e di quella del debito sovrano del 2013 la BCE aveva messo in campo alcune misure straordinarie per far fronte al rischio che l'inflazione potesse essere troppo bassa per un periodo troppo lungo e per riportarla in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo del 2% nel medio termine. Tali politiche monetarie sono state comunemente definite come non convenzionali poiché in contrapposizione con quelle storicamente attuate (Altavilla, Lemke, Linzert, Tapking e Landesberg, 2021) :

- liquidità mediante aste a tasso fisso, TLTRO (Targeted longer-term refinancing Operations) e LTRO (Long-term refinancing operations). Le prime vengono offerte alle banche dell'area euro a un tasso di interesse agevolato, che è inferiore al tasso di interesse di riferimento della BCE per operazioni mirate a lungo termine. Questo consente alle banche di ottenere liquidità a costi più bassi, che devono poi essere utilizzati per erogare prestiti alle imprese e alle famiglie. Le seconde vengono anch'esse offerte alle banche dell'area euro a un tasso di interesse agevolato, ma non sono vincolate all'utilizzo dei fondi per erogare prestiti all'economia reale.
- programma di larga scala di acquisto di titoli pubblici e privati (APP) e PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) durante il Covid-19. L'APP è un programma di acquisto di titoli pubblici e privati della Banca Centrale Europea (BCE). Il programma è stato avviato nel 2015 con l'obiettivo di sostenere la crescita economica e l'occupazione nell'area euro. Il PEPP ha avuto la stessa funzione durante la crisi economica causata dalla pandemia di COVID-19, ed è terminato nel marzo 2022.
- tassi di interessi negativi (NIRP). La banca centrale applichi un tasso di interesse negativo sulle riserve depositate dalle banche (deposit facility). Questo significa che le banche devono pagare un costo sulle riserve depositate in eccedenza rispetto alla

percentuale obbligatoria, il che può peggiorare il loro bilancio. Tale politica può incentivare le banche a prestare le riserve, stimolando gli investimenti, l'aumento dei prezzi e la crescita economica.

L'obiettivo principale di questa strategia è stato garantire la stabilità dell'intero sistema finanziario europeo, con l'obiettivo di produrre benefici tangibili per l'economia reale, inclusa la promozione della crescita economica e la riduzione della disoccupazione. In particolare, le Targeted Long-Term Refinancing Operations (TLTROs) e una parte dell'Asset Purchase Programme (APP) hanno dimostrato di migliorare effettivamente le condizioni del sistema bancario e di rilassare notevolmente le condizioni di erogazione del credito, come riportato dalla Commissione Europea.

3.2.1 Il rialzo dei tassi di interesse

Il 2022 ha segnato una svolta significativa nella politica monetaria della BCE. Le prospettive sull'inflazione hanno subito un repentino cambiamento a causa di due tipi di shock che hanno colpito contemporaneamente l'economia. Da un lato, l'area dell'euro ha affrontato una serie di shock senza precedenti sul lato dell'offerta, causati dalle interruzioni nelle catene di approvvigionamento generate dalla pandemia e dall'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. Questi eventi hanno notevolmente aumentato i costi degli input in diversi settori dell'economia. Inoltre, si è verificato uno shock positivo della domanda a seguito della riapertura delle attività economiche dopo la pandemia, consentendo alle imprese di trasmettere gli aumenti dei costi ai prezzi in modo più rapido e intenso rispetto al passato. Di fronte a crescenti pressioni inflazionistiche, l'Eurosistema ha intrapreso un processo di normalizzazione della politica monetaria, dopo un lungo periodo di tassi negativi e politiche monetarie espansive, iniziando una fase di inasprimento. Da quanto emerge nella relazione annuale anno 2022 della Banca d'Italia, tra il 2022 e il 2023, la BCE ha aumentato i tassi di oltre 450 punti base, passando da tassi negativi a tassi⁹:

⁹Definizione dei seguenti tassi di interesse, Fonte: Glossario Borsa italiana.

- **4%** sui depositi presso la banca centrale, tasso che quest'ultima paga alle banche private sui depositi che queste mantengono in garanzia presso la stessa Eurotower;
- **4,5%** sulle operazioni di rifinanziamento principali, tasso corrisposto dalle banche private sui prestiti della durata di una settimana ottenuti dalla BCE;
- **4,75%** sulle operazioni di rifinanziamento marginale, tasso di interesse corrisposto dalle banche quando assumono prestiti dalla BCE overnight (“overnight” significa che lo scambio di fondi è effettuato nella giornata di negoziazione con rientro nella giornata lavorativa successiva).

come emerge nell'articolo del Sole 24 ore del 25 ottobre 2023, la BCE non ha alzato ulteriormente i tassi di interesse, spinta dalle pressioni sui mercati finanziari, dal calo dell'inflazione e dalle previsioni di un forte rallentamento dell'economia europea per l'eccessivo aumento del costo del denaro.

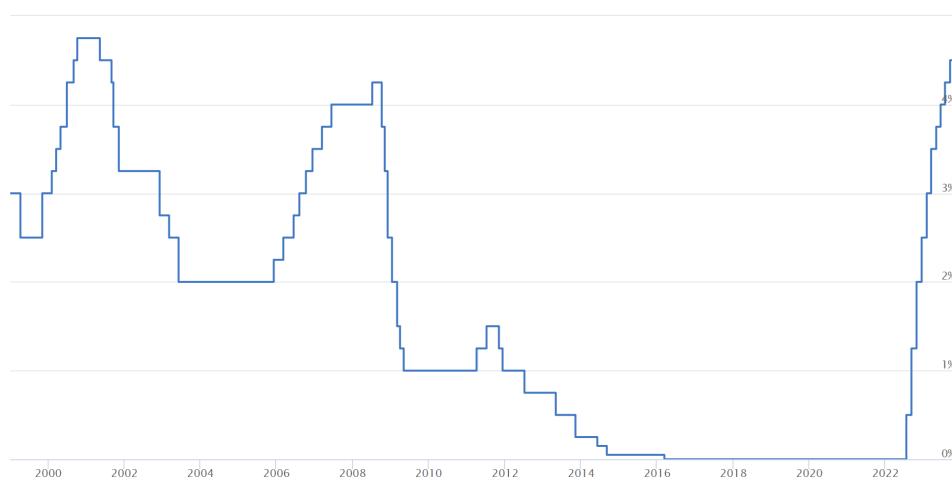


Figura 8: Tassi storici della BCE 2023 - Fonte: BCE.

In un contesto di alta inflazione e rapido rialzo dei tassi ufficiali, i rischi di tensioni su alcuni segmenti dei mercati del credito e dei capitali potevano aumentare improvvisamente, pregiudicando l'efficace trasmissione della politica monetaria e, di conseguenza, il raggiungimento della stabilità dei prezzi. Per contrastare questi rischi, la BCE ha attivato il TPI (Transmission Protection Instrument), il quale ha previsto che l'Eurosistema possa acquistare sul mercato secondario titoli del settore pubblico dei paesi, evitando così che attacchi speculativi penalizzino i titoli di stato dei Paesi più indebitati.

3.2.2 Gli effetti sull'economia reale

L'elevata inflazione e il rafforzamento delle condizioni finanziarie hanno influito sulla situazione finanziaria di emittenti sovrani, imprese e famiglie nel 2022 e nel 2023. In un contesto in cui i livelli di debito erano già elevati a causa della pandemia, i governi dell'area euro hanno adottato nuove e significative misure di sostegno di bilancio per attenuare gli impatti degli aumenti dei prezzi dell'energia e dell'inflazione. Secondo gli studi della Banca d'Italia, tra il 2020 e la prima metà del 2022, vi è stata una significativa crescita della domanda di credito da parte di imprese e famiglie per far fronte alla scarsità di liquidità, rispecchiando la necessità delle imprese di finanziare il capitale circolante e le scorte anche considerando le restrizioni dall'offerta e i costi elevati. Tuttavia, la concessione di prestiti ha iniziato a rallentare nel secondo semestre, in coincidenza con l'incremento dei tassi di interesse deciso dalla Banca centrale europea e il rafforzamento delle politiche di offerta del sistema finanziario.

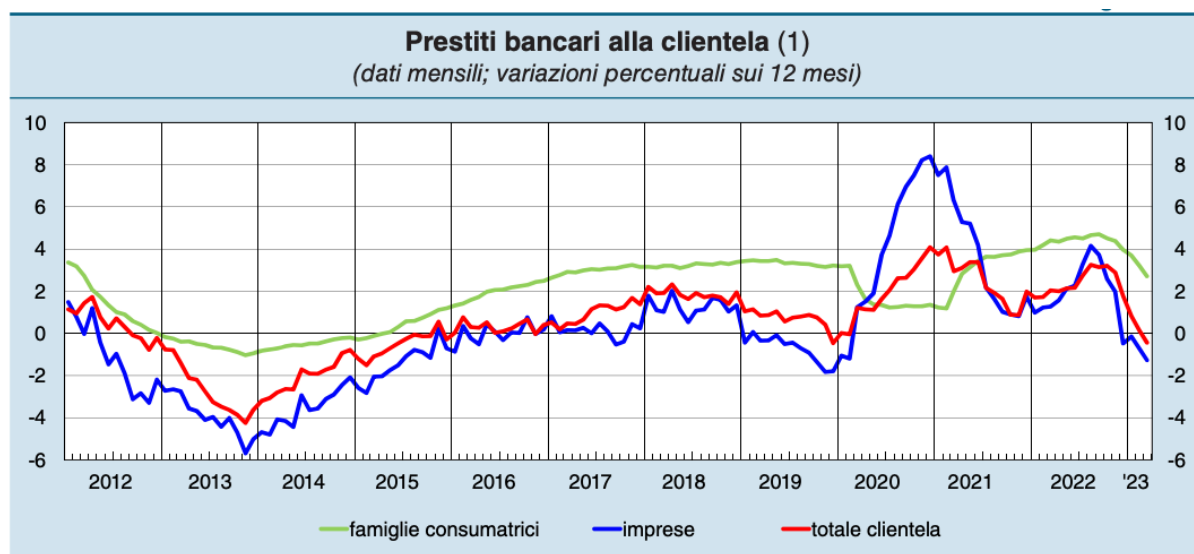


Figura 9: Prestiti bancari - Fonte: Relazione annuale anno 2022, Banca d'Italia.

Inoltre, da ulteriori indagini, è emerso che il costo del credito per le società non finanziarie e per l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie è aumentato di oltre 300 punti base nei principali paesi dell'area euro, in linea con il rafforzamento delle condizioni monetarie. Le politiche di concessione dei prestiti e le condizioni applicate ai finanziamenti erogati si sono progressivamente irrigidite nel 2022 e nel primo trimestre del

2023, sia per le imprese sia per le famiglie, in risposta al maggiore rischio percepito dagli intermediari finanziari e alla minore disponibilità a tollerarlo, influenzata anche da un peggioramento delle proprie condizioni di raccolta. Il ritmo di accumulo dei depositi è diminuito rispetto ai livelli elevati registrati durante la pandemia, principalmente a causa dell'aumento della spesa legata all'incremento dei prezzi e dei maggiori rendimenti offerti su forme alternative di risparmio. L'impatto sull'aumento del costo del credito può essere valutato confrontando la situazione attuale con la restrizione monetaria avviata alla fine del 2005. Durante l'attuale fase ciclica caratterizzata da un repentino e notevolmente elevato aumento dell'inflazione, i rialzi più frequenti e pronunciati nei tassi ufficiali hanno comportato incrementi notevolmente superiori nei costi dei nuovi finanziamenti per famiglie e imprese rispetto a fasi precedenti. Tuttavia, se confrontiamo la variazione cumulata dei tassi applicati ai nuovi prestiti con quelli dei corrispondenti tassi di riferimento, possiamo notare che, durante l'attuale fase di restrizione, la trasmissione dell'inasprimento delle condizioni monetarie al costo del credito è stata finora in linea con quanto osservato nel ciclo avviato alla fine del 2005 per i prestiti alle società non finanziarie, ma inferiore per i mutui. Il rallentamento dell'inflazione nel secondo semestre del 2023 e un contenimento dell'aumento dei tassi potrebbero anticipare una possibile ripresa totale dell'economia europea a partire dal 2024.

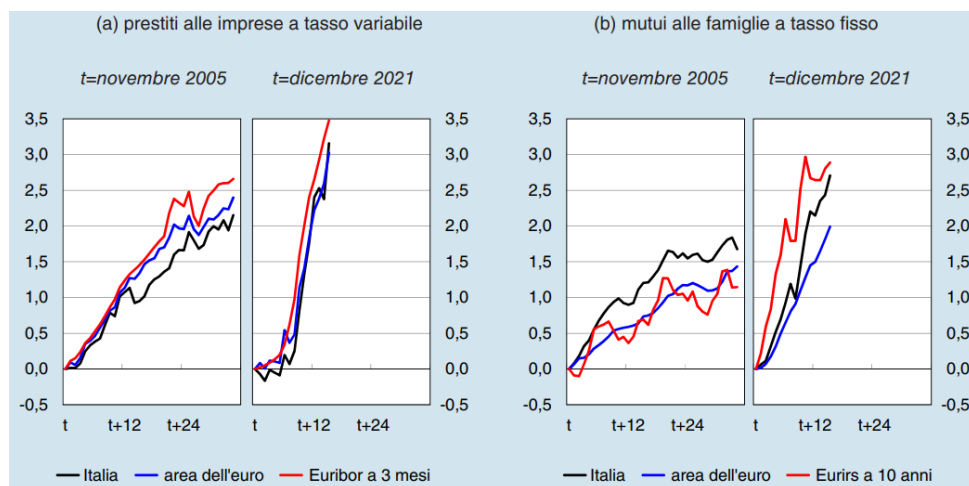


Figura 10: Tassi di interesse e di riferimento sui nuovi prestiti bancari - Fonte: Relazione annuale anno 2022, Banca d'Italia.

CAPITOLO 4

Le misure di sostegno, focus sulle garanzie pubbliche in Italia

4.1 Introduzione

Nel corso del seguente capitolo, si intende presentare le principali misure di sostegno messe in atto dagli stati dell'Unione Europea per far fronte alla crisi economica che ha investito il tessuto produttivo. Il capitolo si concentra principalmente sugli strumenti di garanzia come sostegno al credito, tramite le principali istituzioni italiane (SACE e Fondo di Garanzia PMI) coinvolte dal Governo tra il 2020 e il 2023, analizzandone aspetti positivi e negativi e la normativa vigente. Infine, verranno presentati gli scenari e le evoluzioni delle garanzie pubbliche previste dalla Legge di Bilancio 2024.

4.2 Le politiche industriali

Le politiche industriali comprendono una serie di interventi adottati dagli Stati per sostenere l'economia reale, ma devono essere attentamente bilanciate per non compromettere la concorrenza nel mercato europeo. Per questa ragione, le leggi europee richiedono che gli aiuti diretti alle imprese e alle famiglie siano preventivamente comunicati alla Commissione europea al fine di valutarne l'adeguatezza e l'impatto sulla concorrenza. A causa della pandemia da Covid-19 e della conseguente crisi economica, i limiti agli aiuti di Stato sono stati notevolmente allentati, consentendo agli Stati membri di introdurre una serie di misure volte ad attenuare gli effetti negativi derivanti dalla crisi e dall'irrigidimento della politica monetaria. E' possibile distinguere 4 forme di aiuti messi in atto dalle istituzioni governative:

- incentivi fiscali, esenzioni e/o riduzioni delle imposte;
- sovvenzioni dirette;
- finanziamenti pubblici;
- garanzie creditizie pubbliche.

Le misure di aiuto varate dai paesi europei hanno interessato un valore di circa l'1,9% del PIL, anche a causa delle spese legate all'accoglienza dei rifugiati e di quelle militari per il sostegno all'Ucraina. La più elevata tassazione sui produttori di energia che hanno

avuto utili inattesi, ha in parte compensato tali spese, portando ad un impatto netto delle misure di sostegno pari all'1,7% sul PIL. Il Governo italiano ha destinato un plafond di circa 70 miliardi di euro per implementare interventi senza precedenti a sostegno delle imprese e della loro resilienza. Il decreto legge 'Cura Italia' (articolo 49) ha introdotto moratorie sulle rate dei prestiti e ha previsto l'anticipazione della Cassa Integrazione 'Covid-19', mentre il decreto legge 'Liquidità' (articolo 13) ha istituito un piano da 750 miliardi di euro per garantire la liquidità alle imprese. Infine, il decreto legge 'Rilancio', con un budget di 16 miliardi di euro, ha esteso la durata delle misure di sostegno, tra cui la cassa integrazione, gli interventi di liquidità e le misure fiscali tramite contributi a fondo perduto. Nello specifico le misure erogate dal Governo italiano a favore delle imprese con sede sul territorio nazionale hanno interessato:

- pagamento debiti della pubblica amministrazione;
- moratoria sui prestiti;
- garanzia dello Stato a favore di Cassa Depositi e Prestiti;
- incentivo alle imprese bancarie e industriali;
- garanzia Sace e fondo di garanzia PMI;

4.3 Le garanzie pubbliche

Come introdotto nel corso del capitolo 1, uno degli strumenti principalmente richiesto dalle banche nella concessione di finanziamenti sono i beni disposti a garanzia del credito. E' importante ricordare che le PMI si trovano spesso a non avere sufficienti asset da disporre come collaterale ed inoltre nei periodi di crisi le banche richiedono garanzie più significative per concedere finanziamenti. Ragion per cui, considerata la situazione macroeconomica nel triennio 2020-2023 descritta nel capitolo 2, gli stati europei hanno potenziato gli schemi di garanzie pubbliche con l'obiettivo di sostenere l'accesso al credito delle imprese. I vantaggi di tali strumenti sono stati ampiamente studiati nel corso degli anni. La possibilità di usufruire di una garanzia pubblica risolve il problema legato alla mancanza di asset per le PMI da concedere alle banche ad assicurazione del credito, con una spesa pubblica mediamente inferiore rispetto ad altri strumenti di assistenza alle imprese (ad esempio i contributi). Inoltre, l'intervento di un garante con accesso a informazioni superiori rispetto al prestatore può aiutare a ridurre i problemi legati all'asimmetria informativa e a svolgere uno screening di maggiore qualità, in particolar modo nel caso di organismi ben radicati nel territorio (Columba et al., 2010), portando ad una riduzione dei tassi di interesse applicati. E' importante aggiungere che la concessione di una garanzia pubblica può portare ad una segnalazione positiva sul mercato creditizio per l'impresa richiedente anche in futuro (Mistrulli e Vacca, 2011)

Le garanzie pubbliche, pur essendo strumenti utili per promuovere l'accesso al credito e mitigare i problemi di asimmetria informativa, possono presentare anche effetti negativi. Una delle critiche principali riguarda il fatto che, a differenza dei collateralari reali delle imprese, le garanzie pubbliche non riducono il rischio per il prestatore, ma semplicemente lo trasferiscono all'ente garante. Il prestatore beneficia del trasferimento perché è esonerato dai costi legati allo screening e al monitoraggio il che potrebbe indurlo a ridurre i propri standard di valutazione del rischio, mentre l'effetto che una garanzia fornita direttamente dal debitore avrebbe sull'azzardo morale viene annullato. Infine dunque sorgere un'eccessivo esborso di fondi pubblici, nel caso di tassi di default molto elevati. Tuttavia, come trattato da Gobbi, Palazzo e Segura (2020) restano aperte le

tematiche relative ad un effetto di lungo termine di tali strumenti in quanto dipendono dalla loro durata e da altre misure di politica economica adottate nel frattempo. Infatti, se alla scadenza di un prestito con garanzia pubblica, il nuovo finanziamento non beneficia più di questa garanzia o se la copertura è inferiore, la banca potrebbe preferire non rinnovarlo. Questo perché la banca si assumerebbe un rischio maggiore, che potrebbe non essere compensato dai vantaggi finanziari derivanti dalla continuazione della relazione creditizia. L'introduzione delle garanzie pubbliche sui prestiti crea quindi un trade-off tra l'accesso immediato al credito per le imprese e l'incitamento futuro delle banche ad interrompere l'erogazione dei prestiti.

In sintesi, i sistemi pubblici di garanzia (diretti o indiretti) del credito (PCGS) sono fondi stanziati dal governo per ridurre il rischio di credito per le banche, portando ad una semplificazione del processo di istruttoria e riduzione dei tassi di interesse applicati.

Il funzionamento di tali schemi prevede la presenza di almeno tre soggetti:

- impresa che richiede il finanziamento;
- banca che riceve una garanzia;
- fondo pubblico centrale di garanzia (CGF) o privato (MGI o Confidi in Italia);

La banca, dopo l'analisi creditizia, il controllo Antimafia e il Know Your Customer, eroga il finanziamento garantito dal fondo; se esso è pubblico, la garanzia viene direttamente concessa alla banca, se esso è privato, il confido offre una garanzia diretta alla banca e richiederà a sua volta l'intervento del fondo pubblico a contro-garanzia del suo impegno. Una controgaranzia non comporta un esborso immediato di denaro per il governo, perché il pagamento avviene solo se il garante principale esercita la controgaranzia in caso di inadempimento del debitore. La garanzia diretta emessa a favore dell'istituto bancario è sempre immediatamente escutibile, mentre il riscatto della contro-garanzia, nel caso di presenza di fondi privati, è spesso subordinato almeno ad un primo tentativo di recupero in caso di evento negativo. In molte delle principali economie avanzate, come gli Stati Uniti, la Germania, la Francia, l'Italia e la Spagna, tali garanzie coprono in determinati periodi, fino all'80% dell'importo del prestito.

L'introduzione di tali strumenti è stata regolamentata dall'Unione europea tramite il Temporary Framework (marzo 2020 - giugno 2022) e il Temporary Crisis Framework (luglio 2022 - dicembre 2023), che sono stati introdotti dall'Italia tramite i decreti presentati nei successivi paragrafi.

4.4 Gli enti erogatori in Italia

Nel 2020, Il Ministero dell'Economia e delle Finanze, il Ministero dello Sviluppo Economico, la Banca d'Italia, l'Associazione Bancaria Italiana, il Mediocredito Centrale e SACE hanno costituito una Task Force per assicurare l'efficiente utilizzo delle misure di supporto alla liquidità adottate dal Governo.

4.4.1 Il gruppo SACE

Come presentato nel sito ufficiale SACE, essa è una società per azioni italiana controllata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, specializzata nel sostegno alle imprese e al tessuto economico nazionale attraverso un'ampia gamma di strumenti e soluzioni. Il gruppo è stato fondato nel 1977, e comprende 3 società:

- SACE BT: specializzata nell'assicurazione dei crediti a breve termine;
- SACE FCT: società di factoring per il sostegno alla liquidità e rafforzamento della gestione dei flussi di cassa delle imprese italiane;
- SACE SRV: specializzata nei servizi di ristrutturazione e recupero crediti anche delle aziende non assicurate,

Durante la crisi dovuta alla guerra russo-ucraina, il gruppo è stato coinvolto dalla Task Force del governo italiano, nel sostegno alle imprese fornendo garanzie pubbliche garantite dallo Stato italiano.

4.4.2 Il Fondo centrale di Garanzia

Il Fondo centrale di Garanzia, gestito da Mediocredito Centrale, è il principale strumento di intervento pubblico nel mercato del credito italiano. Istituito con Legge n.662/96

del 2000 DL n. 18/2020, convertito con modificazioni dalla Legge n. 27/2020, il suo scopo è quello facilitare l'accesso ai finanziamenti per le PMI italiane, concedendo una garanzia pubblica ai finanziamenti. Nel corso degli anni della crisi, il Fondo ha avuto un ruolo fondamentale nella ripartenza dell'economia italiana colpita dalle crisi presentate nei precedenti capitoli. Tuttavia è da notare che il Fondo era già attivo in precedenza alla crisi Covid tramite i regimi (che sono stati potenziati con ulteriori fondi):

- de minimis: 2,5 milioni di euro (fino ad occupazione totale Plafond MCC per EUR 2,5M), sia per liquidità sia per investimenti (importo garantito massimo 80%).
- aiuti agli investimenti: 2,5 milioni di euro (fino ad occupazione totale Plafond MCC per EUR 2,5M), solo per investimenti (importo garantito massimo 80%).

4.5 Il Temporary Framework

Il Temporary Framework è stato introdotto dalla Commissione europea, in risposta agli impatti economici della pandemia di COVID-19, per consentire agli Stati membri dell'Unione di adottare misure di sostegno alle imprese in conformità con le normative sugli aiuti di Stato come garanzie pubbliche e prestiti agevolati, al fine di sostenere le imprese colpite dalla crisi economica derivante dalla pandemia.

In Italia, la sezione 3.2 del Framework riguardante le garanzie pubbliche, è stata introdotta tramite il **Decreto cura Italia** (17 marzo 2020) e il **Decreto liquidità** emanato il 9 aprile 2020 e convertito con modificazioni dalla L. 5 giugno 2020, n. 40. Tali decreti hanno previsto l'introduzione di garanzie da parte di MCC e SACE fino al 31 dicembre 2020 con modalità differenti in base all'ente erogatore e alla dimensione dell'impresa. Inoltre, il termine previsto inizialmente, è stato prolungato dalla Commissione europea e l'Italia si è adeguata ai nuovi termini tramite il **Decreto agosto**, la **Legge di Bilancio 30 dicembre 2020, n. 178**, il **Decreto sostegni bis** e la **Legge di Bilancio 30 dicembre 2021, n.234** estendendo la durata delle garanzie fino al 30 giugno 2022.

Nel corso del seguente paragrafo sono presentate le linee guida comuni ai due enti erogatori.

Le garanzie ai sensi del TF sono state concesse per sostenere i costi operativi (personale,

locazione) investimenti (escluse le acquisizioni di partecipazioni societarie) e capitale circolante (anche tramite factoring) delle imprese. Inoltre, esse sono state disponibili per le imprese di qualsiasi dimensione⁹ con sede in Italia (con l'impegno di non presentidelocalizzare la parte sostanziale della produzione) che rispettavano i seguenti requisiti alla data di richiesta¹⁰:

- imprese che hanno dichiarato mediante autocertificazione di avere esigenze di liquidità connesse alla crisi pandemica;
- imprese che, alla data della richiesta di garanzia, non presentavano esposizioni classificate come in sofferenza;
- imprese che, alla data della richiesta di garanzia, non presentavano esposizioni classificate come inadempienze probabili¹¹;

Il Framework ha previsto garanzie con una durata massima di 8 anni (o con termine massimo il 31 dicembre 2029) con un periodo di preammortamento fino a 36 mesi e ammontare massimo garantibile pari al maggiore fra:

- il 25% del fatturato consolidato del 2019 in Italia;
- il doppio del costo del personale sostenuto in Italia.

Nel corso dei successivi paragrafi, sono presentate le modalità operative dei due enti erogatori.

⁹I dettagli sull'ammissibilità ad MCC sono nei paragrafi successivi.

¹⁰Ulteriori approfondimenti sono presenti nei manuali operativi di SACE e di MCC.

¹¹Il Decreto agosto ha previsto anche l'espansione delle imprese ammissibili a coloro che hanno stipulato accordi di ristrutturazione dei debiti o hanno presentato un piano in tal senso, a condizione che alla data di presentazione della domanda le loro esposizioni non siano classificabili come esposizioni deteriorate. - Fonte Gazzetta ufficiale.

4.5.1 La Garanzia MCC con il Temporary Framework

Il Decreto cura Italia, ha introdotto il Temporary Framework con il regime "Aiuti di stato in materia di Covid-19" tramite il Fondo di Garanzia, per far fronte alla crisi pandemica, riservandolo inizialmente sia alle PMI sia alle MidCap¹², (imprese con al massimo 499 dipendenti) senza costi¹³ e senza criteri di valutazione¹⁴. Il Fondo è stato inizialmente dotato di 1,5 Miliardi di Euro, ai quali sono stati aggiunti poi ulteriori 1,5 miliardi di euro con il prolungamento avvenuto tramite gli altri decreti menzionati nel paragrafo 4.5, per un effetto volano totale di circa 300 miliardi di euro. L'importo del plafond descritto nel Temporary Framework, poteva essere superato nel caso in cui l'impresa avesse dichiarato che i limiti di importo non costituissero un'adeguata misura del fabbisogno di liquidità del soggetto beneficiario finale, fino ad un massimo di 5 milioni di euro¹⁴ sotto il regime "Aiuti di stato in materia di Covid-19" o sommando tutti i regimi previsti dal fondo, per una garanzia massima pari all'80% dell'importo del finanziamento (la garanzia dei confidi può coprire fino al 90% con controgaranzia del Fondo al 100%) ma non eccedendo i 5 milioni previsti dal plafond totale MCC. Per le imprese facenti parte di un gruppo, il fatturato e il numero dei dipendenti sono state considerate stand alone.

¹²Dal 1 marzo 2021 le MidCap hanno potuto usufruire solo del programma Garanzia Italia di SACE alle stesse condizioni del Fondo di Garanzia PMI.

¹³Dal 1 aprile al 30 giugno 2022 anche per la garanzia MCC è stato inserito il costo di una commissione una tantum, che è stato mantenuto nel regime TCF. Si veda figura 13 costo MCC nel TCF.

¹⁴A partire dal 1 aprile 2022 è stato reintrodotta il modello di valutazione MCC (paragrafo 4.7) e le imprese ammesse dovevano rientrare nelle fasce da 1 a 5 del modello.

¹⁴Il limite iniziale per il regime "Aiuti di stato in materia di Covid-19" era pari a 2,5 milioni di euro (5 milioni il plafond totale tra tutti i regimi) ed è stato incrementato a 5 milioni dal Decreto sostegni bis pubblicato il 25 maggio 2021.

4.5.2 La Garanzia SACE con il Temporary Framework

Il Decreto Liquidità ha permesso a SACE di istituire la "Garanzia Italia" per finanziamenti destinati ad investimenti o liquidità aziendale delle imprese che rispettavano i requisiti presentati nel paragrafo 4.5. Inoltre, a tale garanzia hanno potuto accedere anche le PMI e le MidCap che hanno precedentemente esaurito la propria capacità di accesso al Fondo centrale di Garanzia (ma gli importi garantiti sotto il regime 3.2 del Temporary Framework "Aiuti di stato in materia di Covid-19" sono stati conteggiati nel totale garantibile dalla Garanzia Italia). Nel manuale operativo della Garanzia Italia, sono stati indicati i seguenti costi e le seguenti disposizioni operative:

| | 1 anno | 2 e 3 anno | 4, 5 e 6 anno | 7 e 8 anno |
|-----------------------------|--------|------------|---------------|------------|
| Finanziamenti fino a 6 anni | 0,25% | 0,50% | 1,00% | - |
| Finanziamenti fino a 8 anni | 0,75% | 1,00% | 1,50% | 2,50% |

Figura 11: Costo Garanzia Italia SACE per le PMI - Fonte: manuale operativo Garanzia Italia 2021, SACE S.p.A.

| | 1 anno | 2 e 3 anno | 4, 5 e 6 anno | 7 e 8 anno |
|-----------------------------|--------|------------|---------------|------------|
| Finanziamenti fino a 6 anni | 0,50% | 1,00% | 2,00% | - |
| Finanziamenti fino a 8 anni | 1,00% | 1,50% | 2,50% | 3,50% |

Figura 12: Costo Garanzia Italia SACE per le imprese non PMI - Fonte: manuale operativo Garanzia Italia 2021, SACE S.p.A.

La Garanzia Italia di SACE ha coperto l'importo del finanziamento al:

- 90% per imprese con non più di 1,5 miliardi di Euro di fatturato (non solo Italia) e non più di 5.000 dipendenti in Italia;
- 80% per imprese con valore del fatturato compreso tra 1,5 miliardi e 5 miliardi di Euro (non solo Italia), o con più di 5.000 dipendenti in Italia;
- 70% per imprese con valore del fatturato maggiore di 5 miliardi di Euro.

Per le imprese facenti parte di un gruppo, il fatturato, il numero dei dipendenti e il plafond utilizzato sono stati considerati all'interno del perimetro di consolidamento in Italia.

4.6 Il Temporary Crisis Framework

Il **Decreto Aiuti** del 17 maggio 2022 ha introdotto in Italia la sezione 2.2 del Temporary Crisis Framework europeo (riguardante le garanzie pubbliche) a partire dal 1 agosto 2022, tramite i due enti erogatori: SACE e Medio Credito Centrale con il Fondo di Garanzia. Nel corso del seguente paragrafo sono introdotte le linee comuni ai due enti dettate dalla normativa europea.

Le garanzie di Stato sui finanziamenti ai sensi del TCF sono state disponibili per le imprese di qualsiasi dimensione (MCC solo per PMI, SACE per tutte le dimensioni) con sede in Italia (con l'impegno di non delocalizzare la parte sostanziale della produzione) che rispettavano i seguenti requisiti alla data di richiesta¹⁵:

- imprese che hanno dichiarato di avere esigenze di liquidità connesse alla guerra;
- imprese che, alla data della richiesta di garanzia, non presentavano esposizioni classificate come in sofferenza;
- società che non sono in stato di scioglimento o di liquidazione volontaria, o sottoposti a procedure concorsuali previste dalla previgente legge fallimentare;
- imprese che non erano soggette alle sanzioni adottate dall'Unione europea;
- società non appartenenti ai codici ATECO delle sezioni K (attività finanziarie e assicurative); O (amministrazione pubblica e difesa, assicurazione sociale obbligatoria); T (attività di famiglie e convivenze come datori di lavoro per personale domestico, produzione di beni e servizi indifferenziati per uso proprio da parte di famiglie e convivenze); U (organizzazioni ed organismi extraterritoriali).
- società che non hanno ricevuto e successivamente non rimborsato o depositato in un conto bloccato aiuti individuati quali illegali o incompatibili dalla Commissione europea ai sensi del DPCM 23 maggio 2007 ("Impegno Deggendorf");

¹⁵Ulteriori approfondimenti sono presenti nei manuali operativi di SACE e di MCC.

Il Framework ha previsto garanzie con una durata massima di 8 anni con un periodo di preammortamento fino a 36 mesi e ammontare massimo garantibile pari al maggiore fra:

- il 15% del fatturato consolidato annuo totale medio consolidato in Italia degli ultimi 3 esercizi;
- il 50% dei costi sostenuti per fonti energetiche nei 12 mesi precedenti la richiesta a livello consolidato in Italia.

Per le imprese definite *energivore* l'ammontare massimo garantito poteva essere aumentato fino a ulteriori EUR 25M, a copertura del fabbisogno di liquidità. In base alla definizione comunitaria, una impresa è definita *energivora* se è verificata almeno una delle due condizioni di seguito:

- i costi di acquisto dei prodotti energetici ed elettricità sono stati pari almeno al 3,0% del valore produttivo;
- l'imposta nazionale sull'energia è stata superiore allo 0,5% del valore aggiunto.

Per i gruppi di aziende, ciascuna impresa ha potuto beneficiare dell'intero plafond aggiuntivo in via individuale. Infine, nel TCF è stata prevista anche la possibilità di erogare finanziamenti oltre il termine previsto ed in forma revolving. Tale strumento finanziario si è caratterizzato per la grande flessibilità e si è rivelato adatto all'obiettivo di sostegno del capitale circolante. La procedura di richiesta e la conseguente erogazione sono state caratterizzate da grande semplicità e velocità nella conclusione delle pratiche, per assicurare un rapido ed efficace sostegno alle imprese, prevedendo i seguenti step:

- richiesta di un prestito con la garanzia statale da parte dell'impresa;
- verifica del merito creditizio da parte del finanziatore, e in caso positivo stipula istruttoria con richiesta garanzia sul portale di SACE o MCC;
- emissione della garanzia da parte di SACE o MCC ed erogazione finanziamento;

Il regime del Temporary Crisis Framework è stato esteso in Italia dalla **Legge di bilancio del 31 dicembre 2022 (L. 197/2022) all'art. 1 comma 392** fino al 31 dicembre 2023.

4.6.1 La garanzia MCC con il Temporary Crisis Framework

Il Temporary Crisis Framework è stato introdotto dal Fondo di Garanzia PMI tramite la Banca Medio Credito Centrale (MCC) che ha istituito una garanzia per le PMI italiane che rispettano i requisiti (e i relativi importi) indicati nel paragrafo 4.6 (a partire dal 30 agosto 2022). L'importo del plafond descritto nel Temporary Crisis Framework, poteva essere superato nel caso in cui l'impresa avesse dichiarato che i limiti di importo non costituissero un'adeguata misura del fabbisogno di liquidità del soggetto beneficiario finale, fino ad un massimo di 5 milioni di euro stand alone, ma in ogni caso il limite del plafond MCC totale, sommando tutti i regimi (de minimis, aiuto agli investimenti, aiuti di stato in materia di covid-19 e TCF) era pari a 5 milioni di euro (Manuale operativo Fondo di Garanzia PMI, 2022). Per tutte queste tipologie di operazioni sono state confermate le percentuali di copertura previste dalla Legge di Bilancio 2022 (80% per investimento e per operazioni con finalità diversa dall'investimento riferite ad imprese rientranti nelle fasce 3, 4 e 5 del modello di valutazione del Fondo 60% per le operazioni con finalità diversa dall'investimento riferite ad imprese rientranti nelle fasce 1 e 2 del medesimo modello di valutazione). Il costo della Garanzia MCC secondo il regime TCF è stato un tantum come indicato nella Figura 13.

| Use of proceeds | Fascia MCC | % Garantito | Costi (Upfront) |
|--------------------------|------------|-------------|---|
| Investimento | Da 1 a 5 | 80% | Micro: 0,25% Piccola: 0,50% Media: 1,00% |
| Liquidità | 1 e 2 | 60% | Micro: 0,25% Piccola: 0,50% Media: 1,00% |
| Liquidità | 3 - 4 - 5 | 80% | Micro: 0,25% Piccola: 0,50% Media: 1,00% |
| Investimento Energetico* | Da 1 a 5 | 90% | Gratuita per le imprese particolarmente colpite** |

***Valido solamente nel Regime TCF.** Garanzia al 90% solo per finanziamenti destinati alla realizzazione di obiettivi di efficientamento o diversificazione della produzione del consumo energetico.

** è presente una lista di codici ATECO definiti come particolarmente colpiti.

Figura 13: Costo Garanzia MCC per tutti i regimi - Fonte: manuale operativo MCC, 2022, MedioCredito Centrale S.p.A.

4.6.2 La Garanzia SACE con il Temporary Crisis Framework

SACE ha istituito la "Garanzia SupportItalia" in sostituzione della precedente Garanzia Italia, per finanziamenti destinati ad investimenti o liquidità aziendale. La norma è stata rivolta alle imprese di qualsiasi dimensione con i requisiti, la durata e plafond indicati al paragrafo 4.6 (Manuale operativo Garanzia SupportItalia, 2022). Inoltre, a tale garanzia hanno potuto accedere anche le PMI che hanno precedentemente esaurito la propria capacità di accesso al Fondo centrale di Garanzia (ma gli importi sono cumulati con quanto ricevuto sotto il regime 2.2 del Temporary Crisis Framework). I costi di SACE (rolling nel corso degli anni) sono presentati di seguito:

| | 1 anno | 2 e 3 anno | 4, 5 e 6 anno | 7 e 8 anno |
|-----------------------------|--------|------------|---------------|------------|
| Finanziamenti fino a 6 anni | 0,25% | 0,50% | 1,00% | - |
| Finanziamenti fino a 8 anni | 0,75% | 1,00% | 1,50% | 2,50% |

Figura 14: Costo Garanzia SupportItalia SACE per le PMI - Fonte: manuale operativo Garanzia SupportItalia 2022, SACE S.p.A.

| | 1 anno | 2 e 3 anno | 4, 5 e 6 anno | 7 e 8 anno |
|-----------------------------|--------|------------|---------------|------------|
| Finanziamenti fino a 6 anni | 0,50% | 1,00% | 2,00% | - |
| Finanziamenti fino a 8 anni | 1,00% | 1,50% | 2,50% | 3,50% |

Figura 15: Costo Garanzia SupportItalia SACE per le imprese non PMI - Fonte: manuale operativo Garanzia SupportItalia 2022, SACE S.p.A.

La garanzia SupportItalia di SACE ha coperto l'importo del finanziamento al:

- 90% per imprese con non più di 1,5 miliardi di Euro di fatturato (non solo Italia) e non più di 5.000 dipendenti in Italia;
- 80% per imprese con valore del fatturato compreso tra 1,5 miliardi e 5 miliardi di Euro (non solo Italia), o con più di 5.000 dipendenti in Italia;
- 70% per imprese con valore del fatturato totale maggiore di 5 miliardi di Euro.

Per le imprese facenti parte di un gruppo il plafond utilizzato è stato considerato all'interno del perimetro di consolidamento in Italia.

4.7 Il modello di valutazione MCC

Il modello di valutazione MCC, illustrato nel manuale operativo presente sul sito del Fondo di Garanzia PMI, introdotto a partire dal 2019 dal Gestore del Fondo, prevede il calcolo del rating tramite un complesso modello econometrico che tiene conto di dati quantitativi di bilancio e dati qualitativi, come la forma giuridica e il settore economico. Questo modello presenta una struttura modulare composta dal modulo economico-finanziario, dal modulo andamentale e da un blocco informativo che valuta la presenza di atti ed eventi pregiudizievoli a carico del soggetto beneficiario finale e dei soci.

Per quanto riguarda il primo modulo, viene assegnato uno score parziale compreso tra un minimo di EF1 e un massimo di EF11, calcolato attraverso algoritmi diversi in base alle caratteristiche del soggetto beneficiario finale considerate fondamentali: forma giuridica, regime di contabilità e settore di riferimento. Prendendo come esempio le Società di capitali del settore Industria, per il calcolo dello score sono prese in considerazione le seguenti variabili ¹⁶ dai bilanci depositati dalle società:

- A. Debiti a breve/Fatturato;
- B. Oneri finanziari/Totale debiti;
- C. Oneri finanziari/MOL;
- D. Disponibilità liquide/Fatturato;
- E. Fatturato/Rimanenze;
- F. Patrimonio netto/Totale attivo;;
- G. Variazione Fatturato.

A tali parametri viene attribuito un "Giudizio" (Alto - Medio Alto - Medio - Medio Basso - Basso) sulla base di complessi algoritmi econometrici e un peso nella variabile

¹⁶Tali parametri e variabili potrebbero variare in base al settore dell'impresa e alla forma societaria.

"Incidenza" (in modo tale che la somma delle incidenze risulti pari al 100%), come mostrato nella figura 19.

| Variabile | Incidenza | | Giudizio | | | | |
|-----------|----------------------------------|----------------------------------|------------------------|-------------------------|--------------------------|------------------------|----------------|
| | Imprese con fatturato > 500.000€ | Imprese con fatturato ≤ 500.000€ | Alta | Medio Alto | Medio | Medio Basso | Basso |
| A | 25,27% | 24,45% | $A < 0,4$ | $0,4 \leq A < 0,425$ | $0,425 \leq A < 0,552$ | $0,552 \leq A < 0,751$ | $A \geq 0,751$ |
| B | 12,80% | 13,36% | $0 \leq B < 0,048$ | $0,048 \leq B < 0,138$ | $0,138 \leq B < 0,267$ | $0,267 \leq B < 0,486$ | $B < 0$ |
| | | | | | | | $B \geq 0,486$ |
| C | 16,31% | 15,20% | $C < 0,01$ | $0,01 \leq C < 0,017$ | $0,017 \leq C < 0,025$ | $0,025 \leq C < 0,037$ | $C \geq 0,037$ |
| D | 14,20% | 14,21% | $D \geq 0,107$ | $0,04 \leq D < 0,107$ | $0,013 \leq D < 0,04$ | $0,01 \leq D < 0,013$ | $D < 0,01$ |
| E | 5,42% | 5,65% | $E \geq 11$ | $10,736 \leq E < 11$ | $5,929 \leq E < 10,736$ | $3,336 \leq E < 5,929$ | $E < 3,336$ |
| F | 18,15% | 18,94% | $F \geq 0,418$ | $0,263 \leq F < 0,418$ | $0,159 \leq F < 0,263$ | $0,076 \leq F < 0,159$ | $F < 0,076$ |
| G | 7,85% | 8,19% | $0,032 \leq G < 0,135$ | $-0,040 \leq G < 0,032$ | $-0,140 \leq G < -0,040$ | $-0,3 \leq G < -0,140$ | $G < -0,3$ |
| | | | | $0,135 \leq G < 0,171$ | $0,171 \leq G < 0,222$ | $0,222 \leq G < 0,303$ | $G \geq 0,303$ |

Figura 16: Fonte: Modello di valutazione MCC, 2019.

Il modulo andamentale prevede l'assegnazione di un rating basato sui dati di accordato e utilizzato del soggetto beneficiario finale forniti dalla Centrale dei Rischi, insieme ai dati relativi ai contratti rateali, non rateali e carte del soggetto beneficiario finale forniti da uno o più Credit Bureau, qualora vengano utilizzati dal soggetto richiedente per la propria valutazione del merito di credito.

Prendendo come esempio le società di capitali, sono tenuti in considerazione i seguenti parametri per il Credit Bureau:

| Variabile | Incidenza | Giudizio | | | | |
|---|-----------|------------------|-----------------------|----------------------|-------------|---------------|
| | | Alto | Medio Alto | Medio | Medio Basso | Basso |
| A. Presenza sconfinamenti (non rateali) | 14,88% | non attribuibile | | | | |
| B. Presenza rate scadute (rateali) | 26,88% | non attribuibile | | | | |
| C. Presenza rate scadute (carte) | 20,34% | non attribuibile | | | | |
| D. Utilizzato/Accordato (non rateali) | 37,89% | $D < 0,261$ | $0,261 \leq D < 0,35$ | $0,35 \leq D < 0,78$ | | $D \geq 0,78$ |

Figura 17: Fonte: Modello di valutazione MCC, 2019.

ed i seguenti per la Centrale rischi:

| Variabile | Incidenza | Giudizio | | | | |
|--|-----------|------------------|---------------|----------------|---------------|---------|
| | | Alto | Medio Alto | Medio | Medio Basso | Basso |
| A. Utilizzato/Accordato (rischi autoliquidanti e a revoca) | 79,87% | A<0,034 | 0,034≤A<0,459 | 0,4559≤A<0,796 | 0,796≤A<1,128 | A≥1,128 |
| B. Presenza sconfinamento (rischi a scadenza) | 18,45% | non attribuibile | | | | |
| C. Numero mesi di sconfinamento (totale per cassa) | 1,67% | C=0 | | | C>0 | |

Figura 18: Fonte: Modello di valutazione MCC, 2019.

Al fine di attribuire al soggetto beneficiario finale la valutazione complessiva, gli score parziali determinati dai 2 moduli di cui ai paragrafi A.1 e A.2 sono combinati tra loro attraverso le seguenti matrici di integrazione:

| SDC | | MODULO ANDAMENTALE | | | | | | | | | | | |
|------------------------------|------|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | | A1 | A2 | A3 | A4 | A5 | A6 | A7 | A8 | A9 | A10 | A11 | N.D. |
| MODULO ECONOMICO FINANZIARIO | EF1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 6 | 1 |
| | EF2 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 2 |
| | EF3 | 1 | 2 | 3 | 3 | 3 | 3 | 4 | 5 | 5 | 6 | 8 | 3 |
| | EF4 | 1 | 2 | 3 | 4 | 4 | 5 | 5 | 6 | 6 | 7 | 9 | 4 |
| | EF5 | 2 | 2 | 3 | 4 | 5 | 5 | 5 | 6 | 7 | 8 | 10 | 5 |
| | EF6 | 3 | 3 | 3 | 4 | 5 | 6 | 6 | 6 | 8 | 9 | 11 | 6 |
| | EF7 | 3 | 3 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 7 | 8 | 10 | 11 | 7 |
| | EF8 | 4 | 4 | 4 | 5 | 6 | 7 | 7 | 8 | 9 | 10 | 12 | 8 |
| | EF9 | 5 | 5 | 5 | 5 | 7 | 8 | 8 | 9 | 9 | 11 | 12 | 9 |
| | EF10 | 7 | 7 | 7 | 7 | 8 | 9 | 10 | 10 | 11 | 11 | 12 | 10 |
| | EF11 | 9 | 9 | 9 | 9 | 10 | 11 | 11 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| | N.D. | Unrated | Unrated | Unrated | Unrated | Unrated | Unrated | Unrated | Unrated | Unrated | Unrated | Unrated | Unrated |

Figura 19: Matrice di integrazione società di capitali - Fonte: Modello di valutazione MCC, 2019.

| SDP/DI | | MODULO ANDAMENTALE | | | | | | | | | | | |
|------------------------------|------|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | | A1 | A2 | A3 | A4 | A5 | A6 | A7 | A8 | A9 | A10 | A11 | N.D. |
| MODULO ECONOMICO FINANZIARIO | EF1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 | 3 | 5 | 5 | 6 | 1 |
| | EF2 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 | 3 | 5 | 5 | 6 | 6 | 2 |
| | EF3 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 6 | 6 | 3 |
| | EF4 | 1 | 2 | 2 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 6 | 7 | 7 | 4 |
| | EF5 | 2 | 2 | 2 | 3 | 4 | 4 | 5 | 6 | 6 | 7 | 7 | 5 |
| | EF6 | 2 | 2 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 7 | 8 | 8 | 6 |
| | EF7 | 3 | 3 | 3 | 3 | 5 | 6 | 7 | 7 | 8 | 8 | 9 | 7 |
| | EF8 | 4 | 4 | 4 | 4 | 6 | 7 | 7 | 8 | 8 | 9 | 11 | 8 |
| | EF9 | 5 | 5 | 5 | 5 | 6 | 8 | 8 | 9 | 9 | 10 | 12 | 9 |
| | EF10 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 8 | 9 | 10 | 10 | 12 | 12 | 11 |
| | EF11 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 9 | 9 | 10 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| | N.D. | Unrated | Unrated | Unrated | Unrated | Unrated | Unrated | Unrated | Unrated | Unrated | Unrated | Unrated | Unrated |

Figura 20: Matrice di integrazione società di persone - Fonte: MCC

La valutazione complessiva è data dalle probabilità di inadempimento, dalle classi di valutazione e dalle fasce di valutazione della seguente scala di valutazione.

| CLASSE DI VALUTAZIONE | FASCIA DI VALUTAZIONE | PROBABILITA' DI INADEMPIMENTO MASSIMA |
|-----------------------|-----------------------|---------------------------------------|
| 1 | 1 | 0,12% |
| 2 | 2 | 1,02% |
| 3 | | |
| 4 | | |
| 5 | 3 | 3,62% |
| 6 | | |
| 7 | | |
| 8 | 4 | 9,43% |
| 9 | | |
| 10 | | |
| 11 | 5 | > 9,43% |
| 12 | | |

Figura 21: Matrice di valutazione - Fonte: Modello di valutazione MCC, 2019.

La valutazione finale del soggetto beneficiario prevede anche l'utilizzo di informazioni pubbliche su eventi pregiudizievoli (ipoteca giudiziale / pignoramento - ipoteca legale - domanda giudiziale) a carico del soggetto beneficiario e, nel caso di società di persone, a carico dei soci con cariche rilevanti. La presenza di uno di questi eventi determina una correzione della valutazione portando ad un downgrade di 2 classi per controparti rientranti nelle classi dalla 1 alla 10, downgrading di 1 classe per controparti rientranti nelle classe 11 e nessun downgrading per controparti rientranti nelle classe 12. Gli eventi riconducibili alla famiglia del fallimento prevedono l'inammissibilità del soggetto beneficiario finale.

4.8 Escussione garanzie

Un evento di rischio relazionato al credito è un evento che può comportare il deterioramento della capacità di un debitore di adempiere ai propri obblighi finanziari. Tali eventi si riflettono realmente in una serie di possibili situazioni come ad esempio la rata scaduta e non pagata da oltre 90 giorni, il mancato rientro, alla data di scadenza dell'operazione, che possono attivare un segnale di allarme tra i creditori interessati e portarli alla richiesta di escussione della garanzia nel caso di finanziamenti garantiti.

4.8.1 MCC

La richiesta di escussione della garanzia MCC deve essere inviata, secondo la procedura descritta nel manuale operativo MMC, inviando tramite Portale FdG, la documentazione necessaria a seguito del verificarsi di un evento di rischio. Le richieste di escussione della garanzia sono respinte in automatico dal Gestore del Fondo nei seguenti casi:

- non trasmesse mediante Portale FdG;
- trasmesse prima dell'avvio delle procedure di recupero (procedure concorsuali per insolvenza o per accordi stragiudiziali);
- trasmesse con documentazione incompleta.

Di seguito sono elencate le principali¹⁷ cause di inefficacia della garanzia, oltre a quelle respinte automaticamente indicate in precedenza:

- il soggetto beneficiario finale non era in possesso dei requisiti indicati all'interno del Temporary Framework e del Temporary Crisis Framework, alla data di presentazione della richiesta di ammissione;
- l'operazione finanziaria non rispettava i requisiti indicati all'interno del Temporary Framework e del Temporary Crisis Framework, alla data di presentazione della richiesta di ammissione;

¹⁷E' possibile visionare l'elenco completo al capitolo VIII paragrafo A.1 del manuale operativo del Fondo di Garanzia.

- l'operazione finanziaria non è stata deliberata entro il termine (3 mesi dalla data di delibera di ammissione del Consiglio di gestione del soggetto finanziatore);
- si dimostri che il soggetto richiedente era consapevole della mancanza del requisito di PMI da parte del soggetto beneficiario finale;
- la garanzia stessa è stata concessa sulla base di dati, notizie o dichiarazioni, inesatte, se determinanti ai fini dell'ammissibilità all'intervento del Fondo, che il soggetto richiedente avrebbe potuto verificare con la dovuta diligenza professionale;

4.8.2 SACE

La Garanzia SACE è escutibile secondo la procedura indicata nel sito SACE, ed è a prima richiesta irrevocabile. In caso di mancato pagamento di qualunque importo dovuto così come pattuito dal Contratto di Finanziamento è facoltà del finanziatore richiedere il pagamento a SACE dell'importo dovuto secondo i termini previsti dalla Garanzia SACE, la quale può essere revocata solo nei casi in cui:

- il soggetto beneficiario finale non era in possesso dei requisiti indicati all'interno del Temporary Framework e del Temporary Crisis Framework, alla data di presentazione della richiesta di ammissione;
- il soggetto finanziatore abbia fornito delle informazioni errate che avrebbe potuto verificare con la dovuta diligenza professionale;
- il soggetto finanziatore abbia violato le norme e le clausole indicate nel manuale operativo SACE illustrato alla firma del contratto (modalità di richiesta, mancata diligenza professionale, informazioni non verificate, pagamenti non rispettati, frequenza trasmissione informazioni non rispettata, etc.)

Dopo l'escussione della garanzia, il soggetto finanziatore e SACE possono gestire contemporaneamente le azioni necessarie per il recupero del credito, ciascuno autonomamente a propria cura e spese eventualmente avvalendosi di professionisti esterni inclusa SACE SRV S.r.l.

4.9 Importi garantiti dagli enti erogatori

Nel corso del seguente capitolo sono illustrati i dati (ripresi dalle relazioni annuali degli enti) delle erogazioni di garanzie concesse dai due enti (SACE e d MCC). La figura 25 illustra la crescita della domanda di finanziamenti garantiti dal fondo PMI tramite la banca MCC nel corso del 2020 raggiungendo quota 1621 milioni; si assiste poi ad una riduzione nel corso degli anni successivi (con numeri comunque superiori ai livelli pre-Covid).

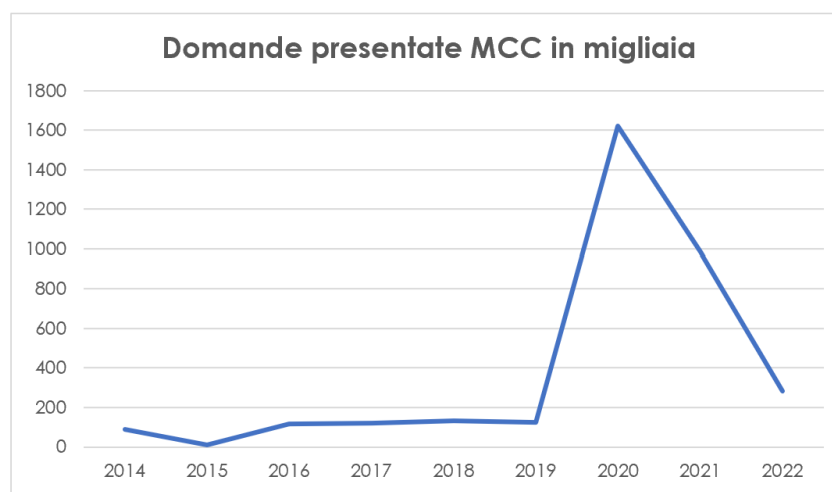


Figura 22: Fonte: relazione annuale fondo di garanzia PMI, 2022.

L'andamento dell' importo finanziato e garantito è simile a quello delle domande presentate. Il valore dei finanziamenti erogati ha toccato il valore massimo nel 2020 con 125 miliardi, mentre quello degli importi garantiti 106 miliardi di euro diminuendo nel corso degli anni successivi.

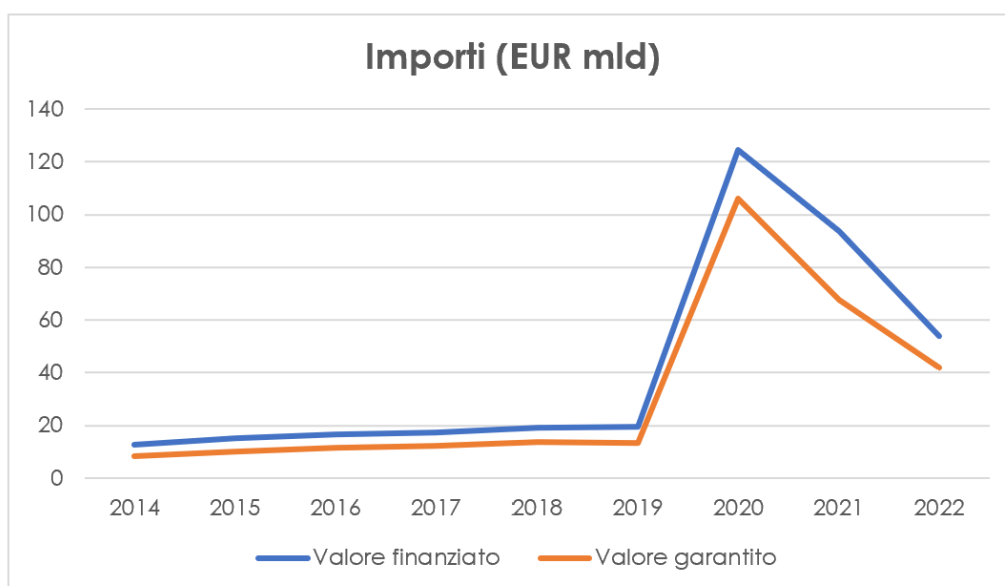


Figura 23: Fonte: relazione annuale fondo di garanzia PMI, 2022.

Andando ad analizzare i dati relativi al primo semestre del 2023, si nota una diminuzione delle domande presentate rispetto allo stesso periodo del 2022, ma un aumento rispetto agli ultimi sei mesi, con una quota maggiore al 50% rappresentata da PMI.

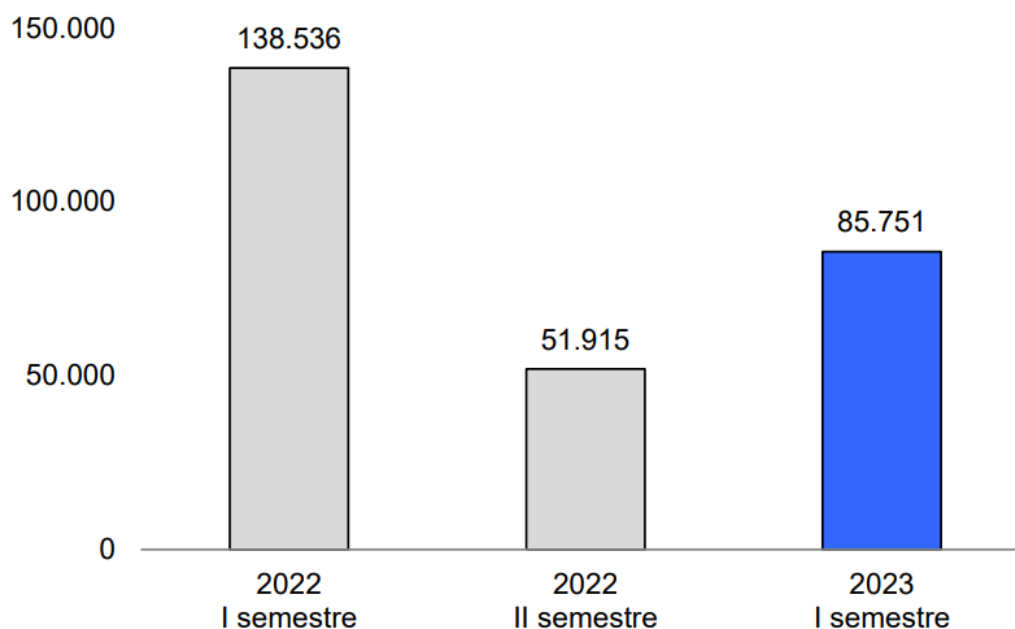


Figura 24: Fonte: relazione annuale fondo di garanzia PMI, 2022.

Lo stesso trend è visibile per i volumi registrati nel I semestre 2023, pari a 22,4 mld di finanziato e a 16,8 mld di garantito, evidenziando un:

- aumento rispetto al II semestre 2022 in particolare, +28,0% e +28,3% rispettivamente in termini di finanziato e garantito;
- calo tendenziale rispetto al I semestre 2022 in particolare, -38,3% e -41,5% rispettivamente in termini di finanziato e garantito.

Nel 2023, le imprese del Nord hanno presentato il 47,4% delle domande accolte, quelle del Mezzogiorno il 31,2% e quelle del Centro il 21,4%. Rispetto al 2022, le domande accolte sono diminuite in tutte le regioni, ma la contrazione è stata più contenuta nel Mezzogiorno (-31,2%), con un calo del 3,6% rispetto all'anno precedente, rispetto al Centro (-40,7%), con un calo del 5,3%, e al Nord (-39,4%), con un calo del 5,1%.

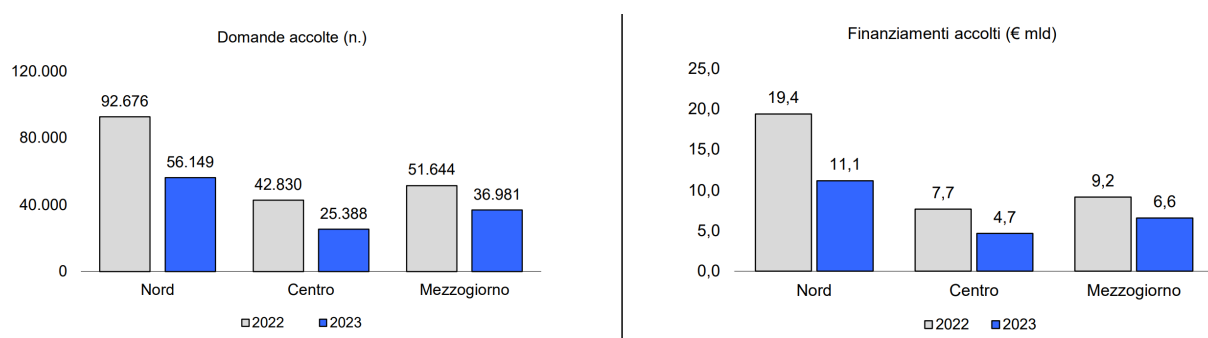


Figura 25: Fonte: relazione annuale fondo di garanzia PMI, 2022.

Nel 2023, le imprese industriali hanno presentato il 41,5% delle domande accolte, quelle commerciali il 39,6%, quelle dei servizi il 14,6% e quelle agricole il 4,2%. Rispetto all'anno precedente, industria (-34,6%) e commercio (-34,11%) mostrano la riduzione minore, mentre servizi (-46,2%) e agricoltura (-40,5%) registrano il calo più elevato.

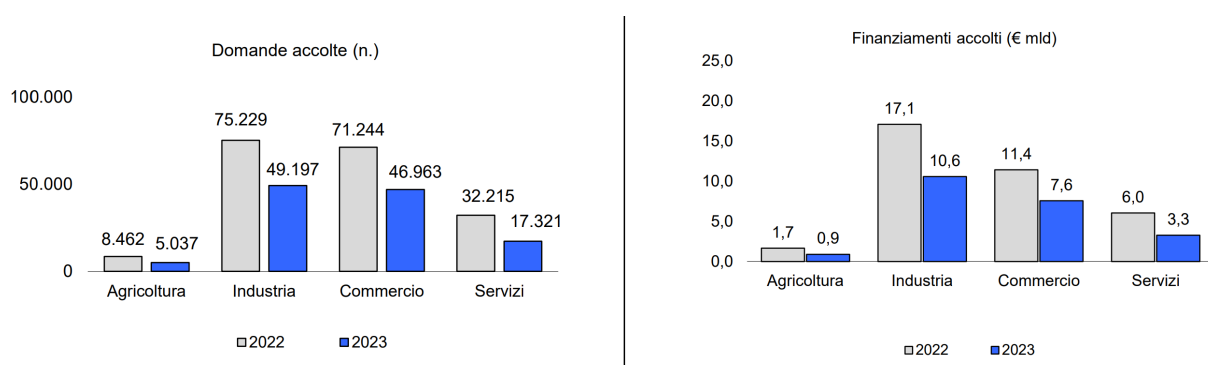


Figura 26: Fonte: relazione annuale fondo di garanzia PMI, 2022.

E' possibile andare ad analizzare la distribuzione dei finanziamenti erogati con garanzia MCC, sulla base del **Rating**¹⁸ delle imprese attribuito dal gestore del Fondo. Tale analisi, rivela che la fascia 3 (classi di merito da 5 a 7) registra la maggiore concentrazione con 38.322 operazioni, rappresentando il 39,5% del totale. Inoltre, l'importo garantito per questa fascia ammonta a € 5,8 miliardi, pari al 36,7% del totale. In termini di finanziamento medio, le operazioni nella fascia 1 presentano il valore più elevato, con un importo medio di € 361,3 mila, seguite dalla fascia 2 con un importo medio di € 223,6 mila.

| Fascia | Classe di rating | Pd Modello di valutazione | N. Operazioni | | Finanziato | | Garantito | |
|---------------|------------------|---------------------------|---------------|---------------|--------------------------|---------------|--------------------------|---------------|
| | | | n | % | € | % | € | % |
| 1 | 1 | 0,12% | 9.098 | 9,4% | 3.287.399.093,42 | 15,7% | 2.332.621.579,38 | 14,8% |
| 2 | 2 | 0,33% | 8.572 | 8,8% | 2.186.370.857,29 | 10,4% | 1.527.961.989,68 | 9,7% |
| | 3 | 0,67% | 10.616 | 10,9% | 2.247.249.201,52 | 10,7% | 1.556.317.471,89 | 9,9% |
| | 4 | 1,02% | 9.935 | 10,2% | 2.077.082.580,48 | 9,9% | 1.418.297.901,23 | 9,0% |
| 3 | 5 | 1,61% | 14.775 | 15,2% | 3.003.866.256,65 | 14,3% | 2.383.952.398,28 | 15,2% |
| | 6 | 2,87% | 11.804 | 12,2% | 2.249.122.687,14 | 10,7% | 1.792.576.535,61 | 11,4% |
| | 7 | 3,62% | 11.743 | 12,1% | 1.997.969.892,24 | 9,5% | 1.590.400.631,99 | 10,1% |
| 4 | 8 | 5,18% | 8.923 | 9,2% | 1.639.421.512,72 | 7,8% | 1.307.432.018,54 | 8,3% |
| | 9 | 8,45% | 5.106 | 5,3% | 965.997.107,94 | 4,6% | 769.925.917,99 | 4,9% |
| | 10 | 9,43% | 3.102 | 3,2% | 667.539.032,71 | 3,2% | 531.373.526,15 | 3,4% |
| 5 | 11 | 16,30% | 2.597 | 2,7% | 507.913.860,17 | 2,4% | 403.224.942,57 | 2,6% |
| | 12 | 22,98% | 720 | 0,742% | 119.571.232,31 | 0,571% | 95.666.632,39 | 0,609% |
| Totale | | | 96.991 | 100,0% | 20.949.503.314,59 | 100,0% | 15.709.751.545,70 | 100,0% |

Figura 27: Fonte: relazione annuale fondo di garanzia PMI, 2022.

Da marzo 2021 a dicembre 2022, il gruppo SACE ha erogato 41 miliardi di euro nell'ambito del programma Garanzia Italia e 18 miliardi di euro per la Garanzia SupportItalia. Le stime indicano per il 2023 un ulteriore erogato pari a circa 11 miliardi di euro.

¹⁸Per ulteriori dettagli si rimanda al paragrafo 4.7.

4.10 Scenari ed evoluzioni nel 2024

Secondo le stime dell'ISTAT il PIL italiano continuerà a crescere nei prossimi anni, ma ad un ritmo inferiore rispetto a quanto previsto ad inizio anno. La crescita del PIL nel 2024 prevista di circa l'1%, è favorita dall'impulso agli investimenti privati fornito dal PNRR e dal rientro dell'inflazione verso l'obiettivo della BCE con il conseguente rilassamento della politica monetaria restrittiva. Il Governo italiano utilizzerà gran parte delle risorse aggiuntive del 2024 per ridurre il cuneo fiscale, a beneficio di tutte le famiglie, e per sostenere le famiglie e le imprese.

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|--|------|------|------|------|------|
| PIL | 3,7 | 0,8 | 1,2 | 1,4 | 1,0 |
| Deflatore PIL | 3,0 | 4,5 | 2,9 | 2,1 | 2,1 |
| Deflatore consumi | 7,2 | 5,6 | 2,3 | 2,0 | 2,1 |
| PIL nominale | 6,8 | 5,3 | 4,1 | 3,6 | 3,1 |
| Occupazione (ULA) (2) | 3,5 | 1,4 | 0,7 | 1,1 | 0,7 |
| Occupazione (FL) (3) | 2,4 | 1,6 | 0,8 | 0,9 | 0,7 |
| Tasso di disoccupazione | 8,1 | 7,6 | 7,3 | 7,2 | 7,1 |
| Bilancia partite correnti (saldo misurato sul PIL) | -1,2 | 0,8 | 1,3 | 1,8 | 1,9 |

(1) Eventuali imprecisioni derivano dagli arrotondamenti.

(2) Occupazione espressa in termini di unità standard di lavoro (ULA).

Numero di occupati in base all'indagine campionaria della Rilevazione Continua delle Forze Lavoro (RCFL).

Figura 28: Previsioni variabili macroeconomiche - Fonte MEF

Il Governo italiano ha adottato una politica economica in linea con le indicazioni della Commissione europea, con l'obiettivo di ridurre la spesa pubblica ma al tempo stesso concentrandosi sul ridurre gli effetti dell'aumento dei prezzi dei beni energetici sulle famiglie e le imprese. Il vero rischio per il 2024, è la **stagflazione**, ovvero la concomitanza di due aspetti negativi come l'aumento generale dei prezzi e la mancanza di crescita dell'economia reale. Il 31 dicembre 2023 è scaduto il Temporary Crisis Framework europeo, segnando la fine della Granzia SupportItalia di SACE e del regime TCF previsto da MCC, ma la **Legge di Bilancio 2024** e il **Decreto Anticipi** hanno previsto nuove forme di garanzie pubbliche in supporto agli investimenti in infrastrutture, nei servizi pubblici locali e nell'innovazione industriale, tecnologica e digitale delle imprese per favorirne lo sviluppo e l'internazionalizzazione (i primi dati del 2024 segnano un netto calo dei finanziamenti alle PMI, circa il -30%, anche a causa della riduzione delle garanzie).

4.10.1 La Garanzia SACE Green

Il cambiamento climatico è un tema sempre più dibattuto all'interno della società e tra le istituzioni governative. La Commissione europea ha risposto a questa sfida con il "Green Deal europeo", introdotto con il (Regolamento UE 2020/852) denominato "Tassonomia dell'Unione per le attività sostenibili", un piano ambizioso che mira a rendere l'Europa climaticamente neutra entro il 2050. Una parte importante del Green Deal è incoraggiare le aziende a investire in progetti sostenibili e con un basso impatto ambientale.

A livello italiano, il **Decreto Semplificazioni** del luglio 2020, ha assegnato a SACE un ruolo importante da svolgere in questo senso, in quanto incaricata di emettere garanzie (controgarantite dallo Stato) per incentivare la realizzazione di investimenti in progetti sostenibili, la cosiddetta "Garanzia SACE Green", così come presentata nel manuale operativo (2023). La garanzia è a prima richiesta, irrevocabile e incondizionata, copre fino all'80% dell'importo finanziato, compreso tra i 50 mila euro e i 15 milioni di euro e una durata massima pari a 20 anni. Inoltre, l'utilizzo di tale garanzia, rende le imprese più appetibili sul mercato del credito, portando a un miglioramento del rating di impresa di un notch¹⁹, ad esempio da BB a BB+. Le imprese ammesse alla Garanzia SACE Green devono rispettare i seguenti criteri:

- essere costituite in forma di società di capitali, anche in forma cooperativa;
- avere un fatturato non superiore a Euro 500.000.000 (cinquecento milioni), come risultante dall'ultimo bilancio approvato precedentemente alla data della Richiesta di Garanzia SACE;
- avere la sede legale ovvero la sede secondaria in Italia;
- alla data della Richiesta di Finanziamento, non risultare in difficoltà o essere state sottoposte a procedure concorsuali.

Inoltre, secondo la regolamentazione europea ed italiana, le aziende sono idonee alla Garanzia SACE Green solo raggiungendo uno dei seguenti obiettivi:

¹⁹Sottoclasse del rating. Ogni classe può avere 3 notches -, 0, +.

- mitigazione dei cambiamenti climatici: l'obiettivo finale è limitare l'aumento della temperatura media globale a meno di 2 °C rispetto ai livelli preindustriali, come concordato nell'Accordo di Parigi.
- Adattamento ai cambiamenti climatici: progetti volti a migliorare l'approccio ad eventi naturali inaspettati.
- Uso sostenibile e protezione delle acque e delle risorse marine.
- Economia circolare: progetti volti a migliorare la gestione dei rifiuti, per ridurre l'uso di materie prime e la produzione di rifiuti.
- Protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

Gli investimenti orientati alla sostenibilità generano benefici significativi, sia in termini ambientali che economici. Mentre i primi sono ben chiari, i secondi sono più difficili da stimare ma secondo un'analisi condotta dall'Osservatorio Climate Change Finance del Politecnico di Milano è stato evidenziato che un aumento di un grado della temperatura può portare a una riduzione del 5,8% del fatturato e del 3,4% dell'EBITDA, motivo per cui gli investimenti sostenibili non sono soltanto un'opportunità per aumentare la competitività ma anche una necessità per le imprese. In Italia sono stati garantiti dalla "Garanzia SACE Green" circa 5,3 miliardi di Euro dall'introduzione (2020) alla fine del 2023.

4.10.2 La Garanzia Archimede di SACE

La Legge di Bilancio 2024, pubblicata il 31 dicembre 2023, ha introdotto in Italia la Garanzia Archimede, gestita da SACE, che mira a sostenere gli investimenti in diversi settori, compresi quelli delle infrastrutture (anche di carattere sociale), dei servizi pubblici locali, dell'industria, e dei processi di transizione verso un'economia pulita e circolare. Questa garanzia, il cui costo è determinato dalle condizioni di mercato, è concessa anche per portafogli di finanziamenti, con una durata massima di 25 anni e una percentuale massima di copertura pari al 70%, previa valutazione del merito creditizio da parte sia di SACE sia dell'ente erogatore del finanziamento.

Ad Archimede, attiva fino al 31 dicembre 2029, è dedicato un plafond di 60 miliardi di euro, per le imprese Mid e Large (non PMI) che rispettano i seguenti requisiti (sito garanzia Archimede SACE, 2023):

- aventi sede legale in Italia o sede legale all'estero ma con una stabile organizzazione in Italia;
 - alla data della richiesta di finanziamento, non risultare in difficoltà ai sensi della Comunicazione della Commissione europea 2014/C 249/01;
 - alla data della richiesta di Garanzia Archimede, l'impresa beneficiaria non deve essere stata sottoposta a procedure concorsuali, o procedure esecutive avviate dal soggetto finanziatore o a procedure esecutive immobiliari avviate da un soggetto terzo negli ultimi 5 anni.
- rating $\geq B$. Il rilascio della garanzia Archimede è subordinato al nulla osta del Ministro dell'economia e delle finanze al superamento delle seguenti soglie:
- il cui importo massimo garantito in quota capitale ecceda 600 milioni di euro e superi il 25% del fatturato dell'impresa beneficiaria o del gruppo a cui appartiene;
 - qualora l'importo massimo garantito in quota capitale ecceda, 1 miliardo di euro per le garanzie su singoli portafogli di finanziamenti o l'importo garantito in relazione al portafoglio superi 3 miliardi di euro nel caso di portafogli di finanziamento.

Inoltre, tale garanzia può essere richiesta anche dalle imprese che avevano usufruito delle altre Garanzie rilasciate da SACE.

4.10.3 La Garanzia Futuro di SACE

A partire dal 2024 e fino al 2030, SACE ha introdotto la Garanzia Futuro rivolta a tutte le imprese italiane con l'obiettivo di promuovere l'innovazione tecnologica, il processo di digitalizzazione, investire nelle infrastrutture, nelle filiere strategiche e nelle aree economicamente svantaggiate. Tale strumento è concesso (con prezzi derivanti dalle codizioni di mercato) con copertura massima pari al 70% dell'importo del finanziamento a medio/lungo termine, con ammontare da un minimo di euro 50.000 ad un massimo di

euro 50.000.000 in linea capitale e durata compresa tra i 2 ed i 20 anni. La Garanzia è attivabile per finanziamenti volti all'acquisto di beni inerenti all'attività produttiva caratteristica dell'impresa beneficiaria:

- immobilizzazioni materiali e/o immateriali all'estero o in Italia;
- immobilizzazioni finanziarie all'estero;
- esigenze di capitale circolante.

Le imprese ammesse devono rispettare i seguenti criteri:

- essere costituite da almeno 3 anni in forma di società di capitali, anche in forma cooperativa, ma non sono ammesse le start-up;
- avere la sede legale o la sede secondaria in Italia;
- alla data della richiesta di finanziamento, non risultare in difficoltà ai sensi della Comunicazione della Commissione europea 2014/C 249/01;
- rispettare i meriti creditizi definiti dal modello di valutazione SACE;
- alla data della richiesta di Garanzia Futuro, l'impresa beneficiaria non deve essere stata sottoposta a procedure concorsuali, o procedure esecutive avviate dal soggetto finanziatore o a procedure esecutive immobiliari avviate da un soggetto terzo negli ultimi 5 anni.

Inoltre, la Garanzia Futuro può essere richiesta da tutte le imprese che hanno precedentemente usufruito della Garanzia Italia e della Garanzia SupportItalia.

4.10.4 Le novità del Fondo centrale di garanzia PMI

Il Decreto Anticipi ha introdotto in Italia la riforma del Fondo di garanzia per le PMI a partire dal 1 gennaio 2024. Le nuove regole, illustrate nel manuale operativo del Fondo (2023), prevedono un plafond massimo per impresa pari a 5 milioni di euro (sommando tutti gli importi garantiti con i diversi regimi) introducendo anche (nei limiti del 15% della dotazione finanziaria annua del Fondo) le small mid cap (imprese con un numero di

addetti compreso tra 250 e 499 unità), ma anche per enti del terzo settore e enti religiosi²⁰. Le imprese ammesse, sia PMI sia MidCap, non devono essere in liquidazione o presentare esposizioni classificate come in sofferenza alla data della richiesta di garanzia. Rimane in vigore il modello di valutazione MCC ma con la differenza che le imprese della fascia 5 non sono più ammesse. Per quanto riguarda la copertura del finanziamento, la garanzia per operazioni di investimento per le PMI resta invariata all'80%, mentre per liquidità troviamo le seguenti quote:

- 60% per PMI per operazioni di liquidità (imprese in fascia 3 e 4 del modello di valutazione);
- 55% per PMI per operazioni di liquidità (imprese in fascia 1 e 2 del modello di valutazione);
- 50% per PMI per operazioni di capitale di rischio;
- 40% per mid-cap a fronte di operazioni per investimento;
- 30% per mid-cap a fronte di operazioni di liquidità;

Le commissioni una tantum presenti in figura 13, eliminate per le microimprese, rimangono in vigore per piccole e medie imprese (rispettivamente allo 0,5% e all'1% dell'importo garantito) e vengono introdotte per le small mid cap (1,25%).

²⁰Possono accedere alla garanzia del Fondo anche i soggetti iscritti al Registro unico nazionale del Terzo settore di cui all'articolo 45 del decreto legislativo 3 luglio 2017, n. 117 nonché al Repertorio economico amministrativo (REA) presso il Registro delle imprese, in relazione a operazioni finanziarie di importo non superiore a euro 60.000,00 e senza l'applicazione del modello di valutazione. Fonte Dossier Camera dei deputati.

4.11 Il PNRR

Seppur non come focus del lavoro di tesi, è importante riportare il PNRR introdotto dalla Commissione Europea per fronteggiare la crisi pandemica. Come riportato dal Ministero dell'economia e delle finanze (2021), il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) fa parte del programma Next Generation EU (NGEU), il pacchetto da 750 miliardi di euro, introdotto dall'Unione Europea per far fronte alla crisi pandemica causata dal Covid-19. Il programma comprende due strumenti di sostegno agli Stati membri, il REACT-EU, elaborato in un'ottica di breve termine (2021-2022) per sostenerli nella fase iniziale di rilancio delle loro economie, e il "Dispositivo per la Ripresa e Resilienza" costituito da 312,5 miliardi di euro in sovvenzioni e da 360 miliardi in prestiti a tassi agevolati previsto per un periodo più lungo. All'Italia sono stati assegnati 191,5 miliardi di cui 70 miliardi (36,5%) in sovvenzioni a fondo perduto e 121 miliardi (63,5%) in prestiti, ripartiti in sei missioni:

- digitalizzazione, innovazione, competitività e cultura: 40,32 miliardi, con l'obiettivo di favorire la trasformazione digitale del Paese, sostenere l'innovazione del sistema produttivo verso l'industria 4.0, e investire in turismo e cultura;
- rivoluzione verde e transizione ecologica: 59,4 miliardi, con l'obiettivo di rafforzare gli investimenti ecologici, anche favorendo i processi di riconversione industriale e la nuova imprenditorialità finanziando la crescita di startup innovative nell'ambito della transizione green;
- infrastrutture per una mobilità sostenibile: 25,40 miliardi, per potenziare i servizi di trasporto pubblico, ecologico e ad alta velocità soprattutto nel Mezzogiorno;
- istruzione e ricerca: 30,88 miliardi, per favorire la collaborazione tra mondo della ricerca e mondo produttivo, a migliorare l'innovazione delle piccole e medie imprese;;
- inclusione e coesione: 19,81 miliardi, con l'obiettivo di promuovere l'imprenditorialità femminile attraverso strumenti agevolativi e campagne di comunicazione.

- salute: 15,63 miliardi, per potenziare e digitalizzare il Servizio Sanitario Nazionale.

Il governo italiano ha aumentato i contenuti del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) tramite l'implementazione del Piano Nazionale Complementare (PNC), destinando ulteriori 30,6 miliardi di risorse nazionali. L'economia italiana, confrontata con gli altri paesi avanzati europei, affronta sfide più difficili, principalmente legate all'andamento della produttività inferiore rispetto al resto d'Europa. Per l'Italia, il Next Generation EU (NGEU) costituisce un'opportunità senza precedenti per lo sviluppo, gli investimenti e le riforme. Il Paese deve concentrarsi sulla modernizzazione della pubblica amministrazione, sul potenziamento del sistema produttivo e sull'intensificazione degli sforzi per contrastare la povertà, l'esclusione sociale e le disuguaglianze.

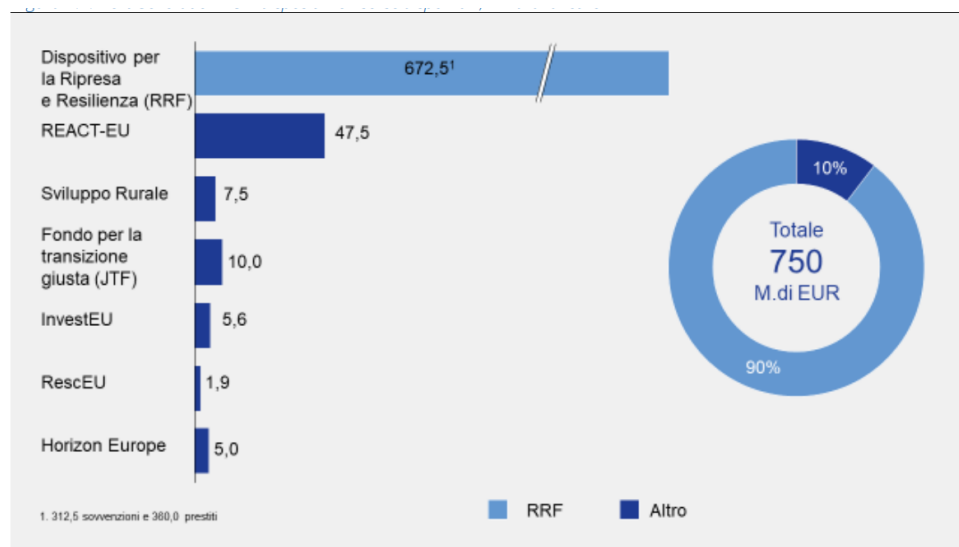


Figura 29: Next Generation EU - Fonte: Ministero dell'economia e delle finanze, 25 maggio 2021.

L'attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza prevede il conseguimento di risultati qualitativi (traguardi o milestones) e quantitativi (obiettivi o target), cui è legata l'erogazione su base semestrale delle rate di finanziamento. Secondo il Portale Italia domani, del MEF, Nel primo semestre del 2022 sono stati raggiunti tutti i 45 traguardi e obiettivi concordati a livello europeo, di cui 30 relativi a investimenti e 15 a riforme tuttavia i costi sono cresciuti di oltre il 10% rispetto a quanto preventivato inizialmente a causa dell'inflazione. I traguardi e gli obiettivi previsti per il 2023 sono 96, di cui oltre il 70% per investimenti nella digitalizzazione e per la transizione ecologica.

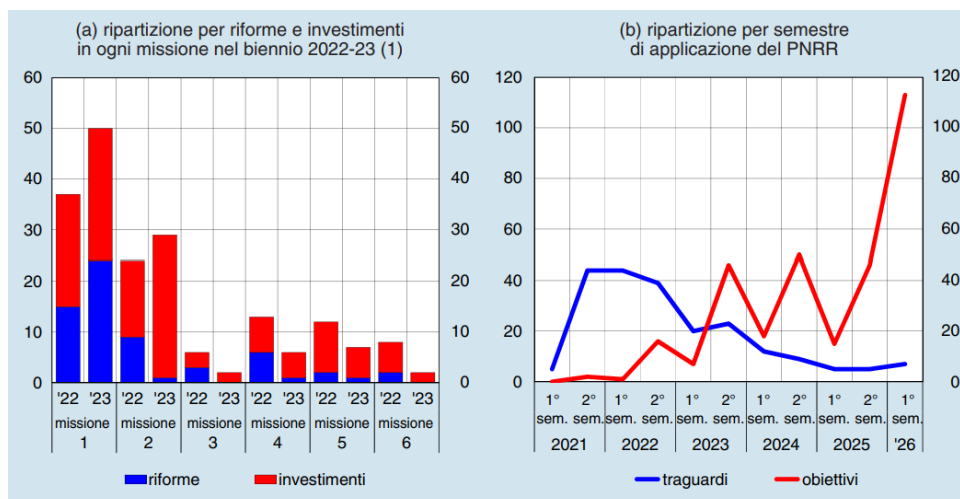


Figura 30: Traguardi e obiettivi del PNRR - Fonte: Portale Italia Domani.

Nel "Documento di Economia e Finanza" (DEF) 2023, il governo ha ridotto le stime dell'effetto del PNRR. La crescita stimata dal Piano per il periodo 2021-2026 è stata ridotta di 3,5 punti percentuali rispetto alle stime iniziali (da 12,7 a 9,2 punti) e di 1,5 punti rispetto al precedente DEF. L'impatto previsto per il 2022 è sceso progressivamente, passando dall'1,2% originale allo 0,9% e infine allo 0,2%. Il rapporto sottolinea che nonostante la revisione al ribasso dell'impatto previsto del PNRR sul PIL, gli effetti attribuiti al Piano in termini di ritmo di crescita del PIL rimangono significativi. Infatti, nel quadriennio 2023-26, il PNRR è previsto contribuire a due terzi del tasso di crescita annuo medio del PIL, come previsto nel Documento di Economia e Finanza (DEF), ovvero l'1,2% rispetto allo 0,4% che si prevederebbe in assenza del Piano²¹.

²¹Fonte: Ministero dell'economia e delle finanze, 2021.

CAPITOLO 5

Caso studio

5.1 Introduzione

Nel corso del terzo capitolo sono state presentate le garanzie pubbliche fondamentali nel sostenere l'accesso al credito delle imprese, in particolar modo per le piccole e medie (PMI). Nel capitolo che segue viene analizzato un caso concreto in cui, le garanzie SACE ed MCC, e l'intermediazione di un mediatore creditizio qualificato e riconosciuto, hanno effettivamente facilitato e velocizzato l'accesso ad un finanziamento per una PMI italiana, gravemente danneggiata dall'aumento del costo delle materie prime in seguito alla guerra russo-ucraina.

Inizialmente sono introdotti gli attori coinvolti nell'operazione, elencati di seguito:

- la società Ingramax Solutions S.r.l.²² attiva nel settore metallurgico;
- Azimut Direct S.p.A. nel ruolo di mediatore creditizio;
- Banca del Mezzogiorno - Medio Credito Centrale S.p.A nel ruolo di finanziatore.

Successivamente, vengono descritti i processi seguiti in Azimut Direct prima della presentazione dell'operazione alle banche clienti, tra cui l'analisi del business model, l'analisi di bilancio e lo sviluppo del business plan della società.

In conclusione, sono presentate le alternative, le motivazioni della scelta del partner bancario e la descrizione in dettaglio dell'operazione conclusa il 3 agosto 2023.

²²Tutti i nomi di riferiti a imprese di produzione utilizzati nel seguente capitolo sono nomi di fantasia.

5.2 Il gruppo Azimut

Fondato nel 1990, Azimut è uno dei principali gruppi indipendenti in Europa nel settore del risparmio gestito. A fine dicembre 2023, il Gruppo gestiva e amministrava un portafoglio di oltre 90 miliardi di euro. La capogruppo **Azimut Holding S.p.A.** è quotata alla Borsa di Milano dal 7 luglio 2004 ed è inclusa nell'indice FTSE MIB. Il Gruppo comprende numerose società attive nella promozione, nella gestione e nella distribuzione di prodotti finanziari e assicurativi, in 18 paesi del mondo.

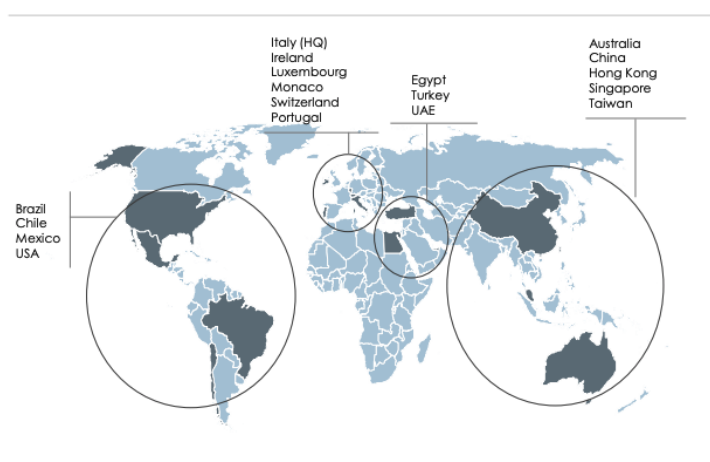


Figura 31: Presenza nei paesi di Azimut.

5.2.1 Principi guida

- **Internazionalità:** all'interno del gruppo sono presenti competenze globali e multidisciplinari con una conoscenza specifica nei mercati di riferimento;
- **Economia reale:** dare un contributo concreto al sistema Paese Italia, attraverso investimenti in PMI che generano valore per gli investitori creando allo stesso tempo nuove opportunità di impiego per i cittadini;
- **Corporate e Fintech:** supporto alla crescita di startup e PMI tramite strumenti di equity e di debito, grazie all'adozione di nuove tecnologie;
- **Sostenibilità:** applicazione dei criteri ESG a tutti i principali processi aziendali ed una particolare attenzione alle aziende che rispettano determinati parametri di impatto ambientale.

5.2.2 Operatività del gruppo

Azimut è attualmente il principale operatore in Italia per dimensioni nel settore dei mercati privati. Essendo stato il primo a muoversi in questo mercato a livello nazionale, il Gruppo conta oggi su una base di circa 40.000 clienti e offre una vasta gamma di prodotti che comprende circa 50 offerte su diverse classi di attività, come private equity, private debt, venture capital, real asset e infrastrutture. In Italia, Azimut ha avviato da tempo un robusto processo di innovazione introducendo una piattaforma integrata di prodotti e servizi dedicata sia agli imprenditori e alle PMI che agli investitori e ai risparmiatori. L'obiettivo è quello di favorire l'entrata di liquidità nell'economia reale per stimolarne la crescita e renderla sostenibile nel tempo. Contestualmente, si mira a offrire opportunità di rendimento più elevate ai risparmiatori e agli investitori. Il punto di forza di Azimut risiede nell'integrazione tra l'attività di gestione e l'attività di distribuzione, le quali lavorano in stretta sinergia per soddisfare in modo coordinato le esigenze dei clienti. Questo viene realizzato attraverso una consulenza attenta e la creazione di prodotti su misura in base alle necessità specifiche di ciascun cliente. I prodotti di Private Markets del Gruppo Azimut sono selezionati e ideati per investire in tutte le fasi del ciclo di vita di un'azienda, da una fase di startup fino alla potenziale quotazione.

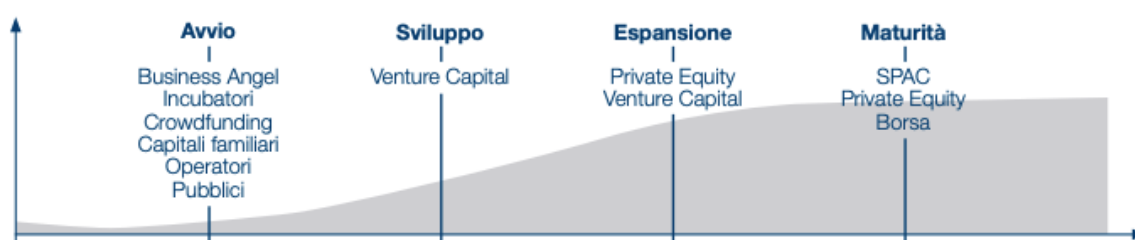


Figura 32: Ciclo di vita delle imprese.

5.3 Azimut Direct S.P.A.

5.3.1 La società

Azimut Direct SpA nasce dall'accordo avvenuto nel luglio del 2021 tra il Gruppo Azimut e Epic SIM (piattaforma digitale fondata nel 2014 a Milano). AZD è la Fintech del Gruppo Azimut specializzata in minibond, direct lending, private e public equity e supporta la crescita e lo sviluppo delle PMI Italiane, attraverso attività di consulenza, mediazione e advisory.

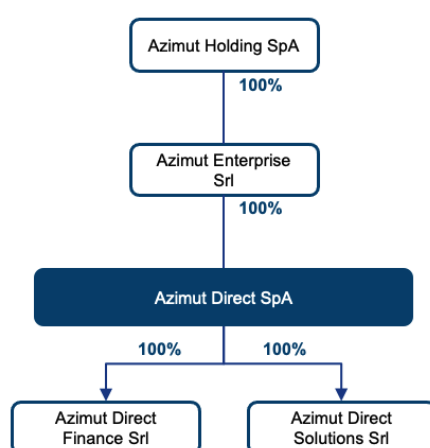


Figura 33: Struttura societaria AZD.

5.3.2 Caratteristiche

AZD rappresenta un'innovazione finanziaria derivante dall'evoluzione tecnologica e regolamentare, che si traduce in un nuovo modello di business e processo. Questo modello offre prodotti su misura per le esigenze dei clienti, grazie a un'approccio costruito ad hoc. La finanza alternativa è resa accessibile alle imprese tramite le società fintech, le quali occupano lo spazio di mercato lasciato libero dagli operatori tradizionali a beneficio soprattutto delle PMI, che trovano nel fintech un prezioso supporto per perseguire le loro ambizioni di crescita. Le caratteristiche principali sono:

- Velocità: è il “tema” per eccellenza, ed è legata a processi ed iter di delibera snelli, ma non per questo meno rigorosi su compliance e valutazione del merito creditizio;

- Specializzazione: al contrario del tradizionale modello di “banca universale”, le imprese fintech offrono generalmente 1 o 2 prodotti o servizi, favorendo la velocità;
- Fare rete: le Fintech nascono per collegarsi con il sistema o addirittura per integrarsi con strutture fisiche pre-esistenti, lavorando con le banche e dialogando direttamente con i clienti e investitori.

5.3.3 La tecnologia in una Fintech

Di fondamentale importanza all'interno di AZD è l'integrazione tra l'app il CRM flessibile e adattabile alle diverse tipologie di deal. Tale strumento viene utilizzato per 3 funzioni principali:

- Database: in cui sono archiviati tutti i dati per ciascuna società: Email, Note, Contatti, Riunioni, Documenti.
- Flussi di automazione e gestione dei deals nelle varie fasi: è possibile utilizzare workflow e avvisi automatici per rendere più efficace il lavoro.
- Monitoraggio: le dashboard permettono di avere sempre a portata di mano tutte le informazioni utili in maniera efficace, intuitiva e rapida.

L'intermediazione di Azimut Direct prevede 5 fasi, con l'obiettivo di completare il processo entro 30 giorni, sottolineando la velocità e la semplicità come caratteristiche fondamentali del business.

- 0.Info: il processo inizia con la segnalazione di una società in target, da parte dei consulenti finanziari della rete Azimut, il tutto tramite l'applicazione di AZD. Al momento della richiesta, viene automaticamente generata e caricata sul CRM, una scheda di Pre-analisi, attivando un flusso di assegnazione dei vari compiti, sia al Gestore Operazione assegnato alla zona di competenza, sia al team di Business intelligence che si occuperà dell'analisi della pratica;
- 1.Marketing senza 1° Go Ahead: il gestore operazione è incaricato di incontrare la società, mentre il team di BI deve completare il Know Your Customer

(KYC), approfondendo le tematiche di antiriciclaggio e Protesti e pregiudizievoli di conservatoria.

- 2. Marketing con 1° Go Ahead: dopo aver completato positivamente l'analisi finanziaria e legale, viene firmato il mandato da inviare al cliente per proseguire l'operazione.
- 3. Structuring: durante questa fase il team di analisti assegnati, si occupa di redigere l'analisi credizia preliminare (ACP), di raccogliere i documenti necessari e di strutturare l'operazione.
- 4. Offering e Closing: la pratica viene offerta agli investitori, sia fondi Azimut sia partner, per soddisfare al meglio le esigenze del cliente. Il team di analisti e il team che si occupa della distribuzione, si coordinano per fornire ad entrambe le parti, tutta la documentazione necessaria per chiudere l'operazione.

Tutte le fasi del processo sono continuamente mappate e aggiornate sul CRM, permettendo di avere una visione chiara e completa dell'avanzamento della pratica.



Figura 34: Processo AZD.

5.3.4 Prodotti e servizi offerti

L'obiettivo è trasferire parte del capitale dei suoi clienti nelle eccellenze imprenditoriali italiane (ed estere), ambendo a generare ritorni interessanti per gli investitori e supportando nel contempo l'economia reale del Paese. Gli strumenti principali riguardano debito, equity e servizi.

- Equity crowdfunding: servizio di strutturazione della campagna di marketing legato alla raccolta di equity; rivolto alle Startup che hanno già lanciato un prodotto sul mercato e hanno già conseguito apprezzabili ricavi, con intermediario Mamacrowd (appartenente al gruppo Azimut);

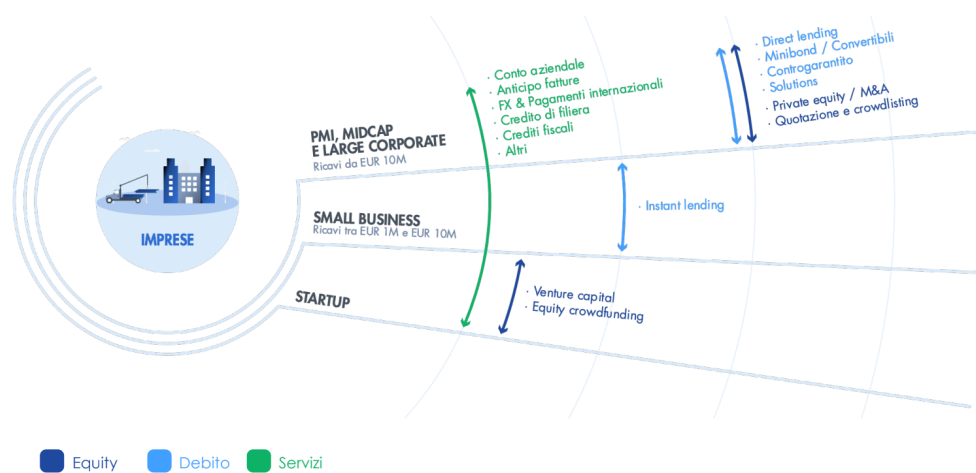


Figura 35: Prodotti e servizi offerti tramite AZD.

- Venture Capital: investimenti in capitale di rischio e supporto nello sviluppo del business, per imprese altamente innovative e start-up;
- Instant lending: finanziamenti a medio-lungo termine, per importi a partire da 100k, con istruttoria 100% digitale e possibilità di usufruire della garanzia MCC;
- Minibond: finanziamenti a medio lungo termine per progetti importanti di sviluppo. Assistenza nella strutturazione dell'operazione e nella ricerca di investitori;
- Solutions: soluzioni tailor-made quali ad esempio cartolarizzazione dei crediti commerciali o linee revolving;
- Direct lending: finanziamenti a medio lungo termine, a partire da EUR 1M per investimenti in beni strumentali e progetti di sviluppo. L'erogazione avviene in 4 settimane, offrendo anche servizi di Business plan e stress test, con possibilità di usufruire delle garanzie statali SACE e MCC.

Dal mese di luglio 2021 a ottobre 2023, AZD ha effettuato circa 200 operazioni, in prevalenza direct lending, anche di notevoli dimensioni, toccando quota 1 miliardo di euro di volumi intermediati. L'applicazione proprietaria di AZD si sta diffondendo tra i Consulenti finanziari della rete Azimut, con circa 100 CF attivi nell'utilizzo su tutto il territorio italiano.

5.4 IngraMax Solutions S.r.l.

5.4.1 La società

La società IngraMax Solutions S.r.l. è una PMI specializzata nella produzione di rulli per la modellazione di tubi di acciaio e cassette di laminazione per filo in acciaio. Per mezzo della collaborazione con una prestigiosa università italiana, ha creato un prototipo di trattamenti superficiali molto sofisticato per la fabbricazione di tubi in acciaio dello spessore di 1 pollice e del diametro di 28 pollici, utilizzati per la costruzione dei grattacieli. La Società è riconosciuta a livello mondiale come uno dei migliori fornitori di rulli, presidiando l'intero processo, dalla progettazione al trattamento termico e vantando filiali commerciali in Messico, Cina e Brasile.

5.4.2 La struttura societaria

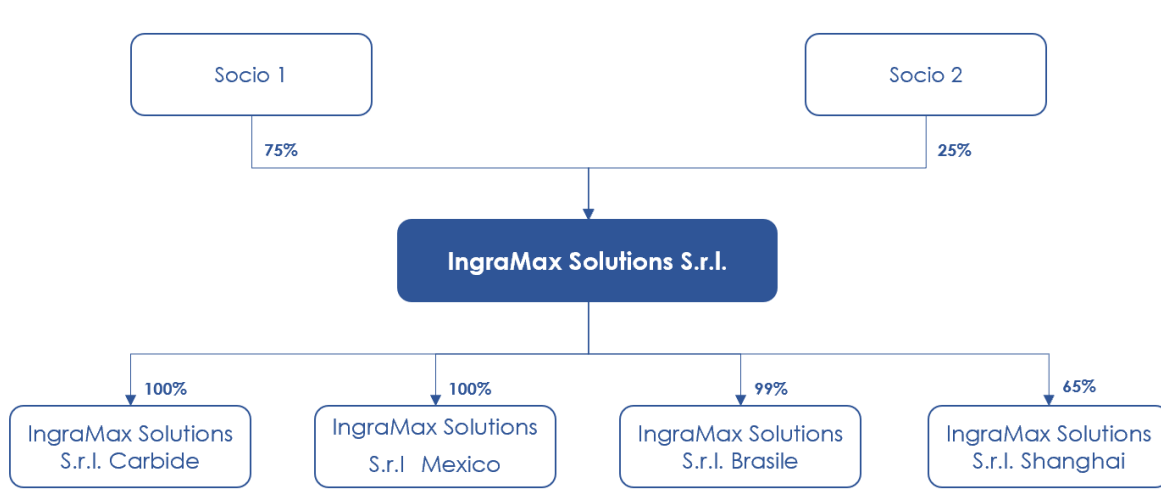


Figura 36: Struttura societaria

Di Seguito il dettaglio delle Società appartenenti al Gruppo:

- Socio 1 svolge l'attività di Holding del Gruppo e possiede la business unit relativa alla costruzione, progettazione e vendita di macchinari per la lavorazione del filo in acciaio;

- Socio 2 è una persona fisica con partecipazione nella società;
- IngraMax Solutions S.r.l. Carbide opera nella produzione di particolari in metallo duro (ciclo della pressatura e sinterizzazioni delle polveri di carburo di tungsteno) per fornire rulli grezzi;
- IngraMax Solutions S.r.l. Mexico con sede a Monterrey (Messico) effettua attività di lavorazioni industriali, montaggi ed assistenza tecnica in prevalenza sul mercato messicano e statunitense;
- IngraMax Solutions S.r.l. Brasil con sede a San Paolo (Brasile) effettua attività di lavorazioni industriali, montaggi ed assistenza tecnica in prevalenza sul mercato brasiliano;
- IngraMax Solutions S.r.l. Shanghai con sede a Shanghai (PRC) è stata acquistata nel corso del 2021 dalla controllante, allo scopo di estendere al mercato cinese il modello di servizio di vendita ed assistenza nel settore del filo già con successo applicato ai mercati del Centro – Sud America dalle altre consociate.

5.4.3 Business model

IngraMax Solutions S.r.l. è un leader mondiale nel settore della progettazione e produzione di rulli in acciaio utilizzati per la formatura di tubi saldati in vari settori industriali come oilgas e costruzioni. Inoltre, l'azienda eccelle nella produzione di cassette di laminazione, specializzandosi soprattutto nella produzione di rulli per fili sottili in metalli speciali come alto carbonio, titanio, acciaio inossidabile, eccetera, e nella fabbricazione di cuscinetti. In campo industriale del filo, IngraMax Solutions S.r.l. è stata pioniera nel convertire il tradizionale processo di trafilatura, introducendo con successo le microcassette di laminazione su misura, rivoluzionando così l'industria del filo di acciaio a livello globale. Nello specifico, i due prodotti offerti alla clientela sono:

- Rulli Tubo – Rulli in acciaio prodotti su progetto della Società o su disegno del cliente che vengono utilizzati nell'industria della produzione di tubi in acciaio con formatura a freddo (il tubo d'acciaio si ottiene dal passaggio del coil in diverse stazioni di

formatura al cui interno operano le differenti serie di rulli che progressivamente formano il tubo fino alla sua saldatura al plasma a fine linea);

- Rulli Filo e Casette di laminazione – Il processo di riduzione della vergella d'acciaio avviene tramite cassette di laminazione, dove rulli in metallo duro comprimono il filo di acciaio, riducendo così il suo diametro. Questo metodo di produzione del filo permette di ottenere fili molto sottili e di alta qualità, noti anche come microcassette, come alternativa alla trafilatura della vergella (riduzione del filo d'acciaio attraverso il passaggio in successive filiere di trafilatura che ne riducono il diametro).

Per quanto riguarda la distribuzione dei clienti, il 15% del fatturato totale ddi IngraMax Solutions S.r.l. deriva da uno solo di essi, mentre il resto è distribuito in maniera uniforme su tutto il mondo. Più concentrata risulta invece la distribuzione dei fornitori, il 44% è in mano a 5 aziende europee, il che rende la società altamente dipendente e debole nei loro confronti. Inoltre la società è particolarmente esposta alle oscillazioni dei prezzi delle materie prime.

RULLI RADDRIZZATORI



RULLI CON FLANGE FLOTTANTI



RULLI DI CALIBRATURA



Figura 37: Prodotti offerti

5.5 Processo operazione

Tra il 2019 e il 2023 Ingramax ha effettuato 3 operazioni di Direct Lending di cui 2 garantite da garanzie pubbliche, con l'obiettivo di finanziare il capitale circolante. In particolare, in questo caso studio, è stato trattato l'operazione di finanziamento avviata il 3 luglio 2023, e conclusa il 3 agosto 2023. Il processo dell'operazione ha seguito la procedura standard prevista in Azimut Direct S.P.A.:

- segnalazione di un consulente finanziario della rete Azimut con la richiesta della società;
- analisi KYC da parte del team Business Intelligence (non sono state riscontrate negatività);
- analisi creditizia e raccolta documenti necessari al proseguimento. (Visura camerale, bilanci, DURC, Centrale rischi Banca d'Italia etc.);
- strutturazione dell'operazione tramite l'interlocuzione con i diversi investitori;
- offering dell'operazione alle banche e chiusura operazione con Mediocredito Centrale – Banca del Mezzogiorno MCC.

5.5.1 Analisi di Bilancio

| Conto Economico (EUR k) | | | | Stato Patrimoniale (EUR k) | | | |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2020 | 2021 | 2022 | | 2020 | 2021 | 2022 |
| Ricavi | 26.796 | 32.090 | 42.064 | Tipo Bilancio | non cons | non cons | non cons |
| Δ Rimanenze PF e Lavori | 2.098 | 7.523 | 2.337 | Immobilizzazioni immateriali | 4.064 | 4.608 | 3.946 |
| Costo del Venduto | (11.419) | (16.713) | (19.631) | Immobilizzazioni materiali | 14.793 | 16.712 | 19.820 |
| Primo Margine | 17.475 | 22.899 | 25.570 | Immobilizzazioni finanziarie | 2.666 | 5.709 | 7.800 |
| % ricavi | 65.2% | 71.4% | 59.7% | Totale immobilizzazioni | 21.523 | 27.029 | 31.565 |
| Incrementi di immobilizzazioni | 0 | 0 | 0 | Crediti verso clienti | 4.470 | 4.461 | 8.638 |
| Altri ricavi | 453 | 1.030 | 1.485 | Debiti verso fornitori | (6.037) | (11.314) | (9.217) |
| Servizi | (5.577) | (7.599) | (10.076) | Rimanenze | 7.581 | 16.906 | 20.419 |
| Godimento beni di terzi | (153) | (250) | (494) | CCO | 6.014 | 10.052 | 19.840 |
| Personale | (5.409) | (6.144) | (7.071) | Altri crediti | 9.022 | 14.467 | 14.884 |
| Oneri diversi di gestione | (373) | (120) | (483) | Altri debiti | (10.021) | (21.905) | (23.001) |
| EBITDA | 6.416 | 9.815 | 8.930 | CCN | 5.015 | 2.614 | 11.723 |
| % ricavi | 23.9% | 30.6% | 20.8% | TFR e Altri fondi | (1.300) | (2.057) | (2.223) |
| Ammortamenti e svalutazioni | (3.626) | (3.759) | (4.606) | Totale capitale investito | 25.239 | 27.586 | 41.065 |
| EBIT | 2.789 | 6.056 | 4.324 | Posizione finanziaria netta (PFN) | (10.457) | (7.628) | (17.022) |
| % ricavi | 10.4% | 18.9% | 10.1% | Patrimonio netto | 14.781 | 19.958 | 24.043 |
| Proventi finanziari | 172 | 207 | (196) | Totale capitale impiegato | 25.239 | 27.586 | 41.065 |
| Oneri finanziari | (464) | (585) | (707) | | | | |
| Proventi (oneri) straordinari | 665 | 694 | 1.194 | | | | |
| EBT | 3.162 | 6.373 | 4.615 | | | | |
| Imposte di esercizio | 914 | (1.322) | (762) | | | | |
| Risultato di esercizio | 4.076 | 5.051 | 3.853 | | | | |
| % ricavi | 15.2% | 15.7% | 9.0% | | | | |

| Cash Flow (EUR k) | | | |
|---------------------------------------|--------------|---------------|----------------|
| | 2020 | 2021 | 2022 |
| EBITDA | 6.416 | 9.815 | 8.930 |
| Imposte di esercizio | 914 | (1.322) | (762) |
| Δ CCO | (41) | 6.371 | (10.569) |
| Δ Altri Crediti/Debiti | 0 | (4.016) | 986 |
| Δ Fondo TFR e Altri fondi | 292 | 757 | 166 |
| CF Attività Operativa | 7.581 | 11.605 | (1.249) |
| CAPEX | (624) | (9.219) | (8.668) |
| CF Post Attività Investimento | 6.957 | 2.387 | (9.917) |
| Proventi (oneri) finanziari | (292) | (378) | (903) |
| Proventi (oneri) straordinari | 665 | 694 | 1.194 |
| CF servizio Debito e Equity | 7.330 | 2.703 | (9.626) |
| Emiss.(rimborso) Banche entro | 0 | (167) | 2.595 |
| Emiss.(rimborso) Banche oltre | 0 | 1.627 | 701 |
| Emiss.(rimborso) Deb. altri finan. | 0 | 396 | 69 |
| Emiss.(rimborso) Prestito Soci | 0 | (113) | 0 |
| Emissione (rimborso) Bond | 0 | (135) | 88 |
| Δ PN | 0 | 126 | 233 |
| CF Post Attività Finanziamento | 7.330 | 4.438 | (5.940) |
| Disponibilità liquide iniziali | (3.339) | 3.991 | 8.429 |
| Disponibilità liquide finali | 3.991 | 8.429 | 2.489 |

| Scomposizione PFN (EUR k) | | | |
|---------------------------|-----------------|----------------|-----------------|
| | 2020 | 2021 | 2022 |
| PFN | (10.457) | (7.628) | (17.022) |
| Liquidità | 3.991 | 8.429 | 2.489 |
| Obbligazioni | (4.180) | (4.045) | (4.133) |
| Prestito soci | (113) | 0 | 0 |
| Debiti banche a breve | (2.571) | (2.404) | (4.999) |
| Debiti banche mlt | (5.746) | (7.373) | (8.074) |
| Deb. Altri finan. | (1.839) | (2.235) | (2.304) |

| Ratios | | | |
|---------------------------------|--------|--------|--------|
| | 2020 | 2021 | 2022 |
| Debito Fin. Lordo/EBITDA | 2,3 | 1,6 | 2,2 |
| Debito Fin. Lordo/PN | 1,0 | 0,8 | 0,8 |
| Tot.Debiti /PN | 2,2 | 2,6 | 2,2 |
| gg incasso clienti | 61 | 51 | 74 |
| gg pagamento fornitori | 129 | 168 | 111 |
| gg magazzino | 242 | 369 | 380 |
| PN Tangibile (EUR k) | 10.717 | 15.350 | 20.097 |
| PFN/PN Tangibile | 1,0 | 0,5 | 0,8 |
| Debiti Tributari oltre | 350 | 338 | 12 |

Figura 38: Bilancio Ingramax Solutions S.r.l.

La società IngraMax Solutions S.r.l. nel periodo tra il FY20 ed il FY22, evidenzia un CAGR di 25,09%. In particolare, l'aumento dei Ricavi tra FY20 e il FY21 risulta pari al 19,8% mentre tra il FY21 ed il FY22 è del 31,8%. Il Primo Margine è cresciuto nel FY21 e non solamente in termini assoluti, l'incidenza sui Ricavi è infatti passata dal 65,2% al 71,4%, tuttavia nel FY22 è calato nuovamente al 59,7% a causa dell'aumento

del costo del venduto.

Lo stato di belligeranza e le conseguenti azioni/reazioni a livello internazionale hanno profondamente modificato l'equilibrio geo-politico mondiale, incidendo concretamente nella vita sociale ed economica di molti popoli, con un pesante impatto, ad esempio, sulla circolazione delle merci. Lo stravolgimento delle rotte tradizionali ha comportato in primis una crescita esponenziale del costo dei trasporti, ma ha anche modificato profondamente la logica delle scorte, le imprese hanno dovuto, ove possibile, aumentarne il livello per sopperire al rischio di consegna di materie prime e componenti. Inoltre, il conflitto ha portato ad un continuo aumento dei costi dell'energia, da un costo medio KWh di Euro 0,1460 dell'esercizio 2020 ad un costo medio KWh di Euro 0,3670 dell'esercizio 2022, pari ad un +250% circa, ed alla crescita del costo di altri materiali fondamentali quali acciaio e polveri per la produzione del metallo duro. Ragioni per cui l'EBITDA segna una riduzione nel FY22, non solo in termini assoluti ma anche relativamente ai ricavi, passando dal 30.6% al 20.8%.

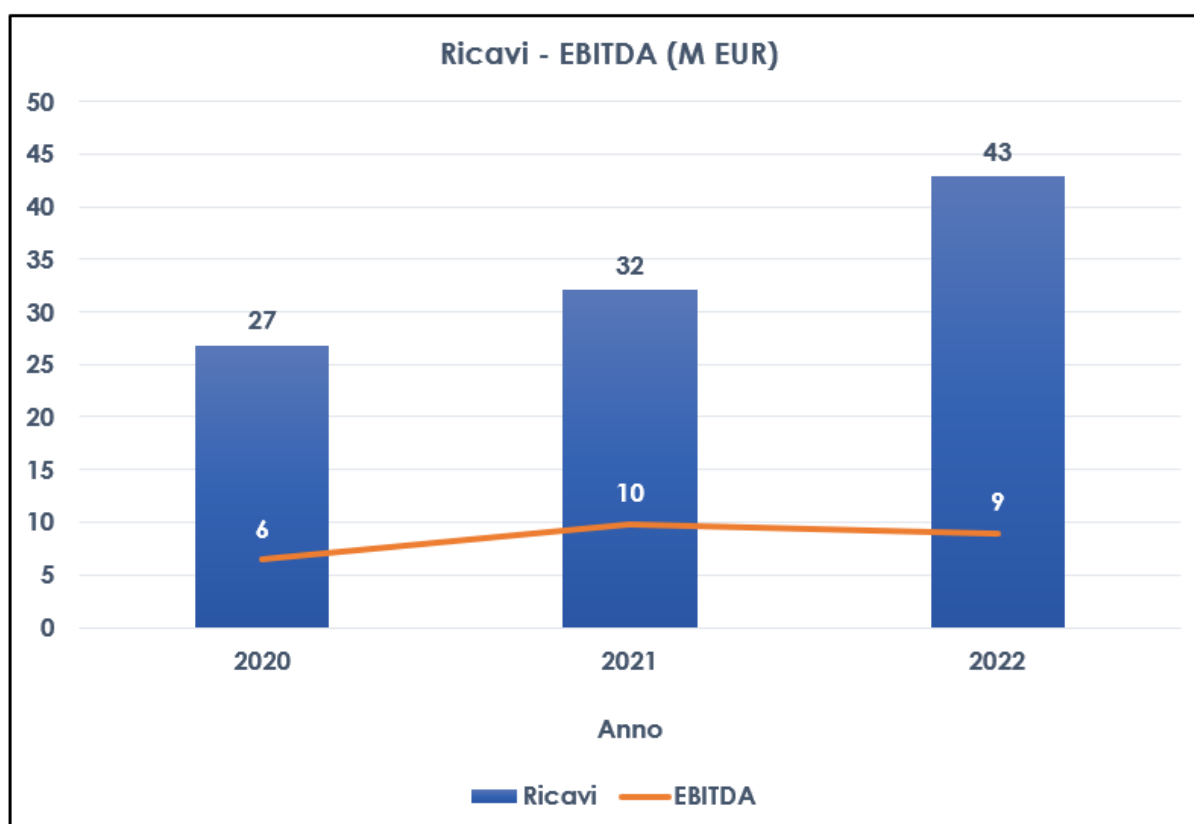


Figura 39: Ricavi - EBITDA

Nel FY22, i Proventi Finanziari includono interessi attivi sul finanziamento e sul conto corrente di corrispondenza verso la controllante. Gli Oneri Finanziari sono composti principalmente da interessi sul Prestito Obbligazionario. Nella voce Proventi (Oneri) straordinari sono presenti le Rivalutazioni di partecipazioni in imprese del Gruppo, tali rivalutazioni sono ascrivibili all'utilizzo dell'Equity Method per la valutazione delle partecipazioni; tale metodo consiste nella valutazione delle stake per un importo pari alla corrispondente frazione del patrimonio netto risultante dall'ultimo Bilancio approvato (o i progetti di bilancio se non ancora formalizzata l'approvazione) delle imprese medesime, detratti i dividendi ed operate le rettifiche richieste dai principi di redazione del bilancio consolidato.

Pur detenendo partecipazioni di controllo, la Società non redige il Bilancio Consolidato in quanto lo redige la Società controllante. La costante rivalutazione di queste partecipazioni deriva quindi dall'aumento di Patrimonio Netto delle controllate, tale aumento è dovuto alla capacità delle Società di produrre Risultati d'esercizio positivi.

A livello patrimoniale la Società nel triennio ha effettuato investimenti in Immobilizzazioni Materiali ed Immateriali. Nello specifico la Società ha investito in ogni esercizio, in Immobilizzazioni Materiali in modo da poter soddisfare la crescita degli ordinativi prevista e poi verificatasi già a partire dal FY21 e da poter allargare la gamma di prodotti offerti. In particolar modo, gli investimenti principali rientrano nella categoria Impianti e macchinari, circa 4M nel 2021 e 2022, in questo modo la Società ritiene di poter intercettare una porzione di mercato nuova per complessità industriale e dimensione, posizionandosi su volumi maggiori ma mantenendo date di consegna compatibili con le esigenze dei clienti soprattutto nel settore dei rulli per tubi in acciaio saldato. Inoltre, sono stati effettuati investimenti in immobilizzazioni immateriali, prevalentemente ascrivibili a nuovi programmi software ed applicativi gestionali e finanziari per dotare la Società di strumenti più efficienti al servizio dello sviluppo aziendale (industria 4.0).

La gestione del Circolante Operativo è caratterizzata dalla maggior presenza di Debiti v/fornitori rispetto ai Crediti v/clienti, questo si traduce sistematicamente in giorni di incasso clienti molto inferiori ai giorni di pagamento fornitori, indicando quindi una

buona gestione della bilancia commerciale, nonostante il peggioramento dell'ultimo anno. Tale elemento risulta influenzato dalla politica commerciale della società X che, operando su commessa, incassa parte del corrispettivo relativo ai prodotti venduti quando questi sono ancora in fase di lavorazione utilizzando quindi gli acconti come sistema di finanziamento di gran parte del fabbisogno circolante. Gli investimenti effettuati nel 2022 sono principalmente volti al miglioramento dell'efficienza e della velocità di consegna degli ordini, puntando a ridurre le rimanenze.

All'interno degli Altri Crediti compaiono per il FY22 Crediti verso Controllanti per EUR 5,6M e comprendono EUR 2,5M relativi al conto corrente reciproco e EUR 2,85M per un finanziamento concesso alla capogruppo, per finanziarne lo sforzo riorganizzativo ed assicurarne la continuità aziendale; la controllante risanerà tale debito compensando l'importo del finanziamento con i dividendi che Ingramax dovrebbe pagarle in relazione ai risultati degli anni futuri.

Per quanto riguarda gli Altri Debiti che per il FY22 sono pari ad EUR 23M risultano di grossa incidenza, gli acconti; le altre voci risultano essere di marginale valore. La Posizione Finanziaria Netta a fine del FY22 risulta essere negativa e pari a EUR -17M; all'interno sono presenti un Prestito Obbligazionario di EUR 4M non convertibile con scadenza (attuale) al 31.12.2023, i Debiti verso Banche hanno invece al 31.12.2022 un saldo che si attesta su EUR 13M, in aumento rispetto agli anni precedenti, ma che rientrano nel piano di investimenti previsto.

Il livello di leva operativa (PFN/EBITDA) di Ingramax è pari a 1,9x nel FY22, all'interno della PFN compaiono in particolare i nuovi finanziamenti concessi nel corso dell'anno. Nell'ultimo anno di riferimento la Società ha generato un Flusso di cassa negativo, derivante dall'attività operativa (-1.2M) dovuto ad un aumento delle rimanenze per commesse che verranno consegnate entro 12 mesi, e per l'approvvigionamento di materie prime (come indicato in precedenza), per far fronte alle possibili difficoltà di approvvigionamento, a cui si associa un incremento dei crediti commerciali a breve periodo per le commesse da evadere. Inoltre, si evidenziano di seguito consistenti investimenti in Immobilizzazioni che, insieme all'aumento di valore delle partecipazioni in

controllate, portano le CAPEX ad essere pari ad EUR 8,4M. Il CF finale, dopo l'attività di finanziamento è pari ad EUR -5,9M che va quindi a ridurre le disponibilità liquide della società a 2.5M.

Il calo della leva finanziaria a 2.2x (Tot.Debiti/PN) è dovuto ad un aumento del patrimonio netto per l'attribuzione degli utili del 2021 deliberata in Assemblea. Si tratta di una situazione sostenibile e considerata in linea con gli standard di finanziamento.

Il rating della società estratto da ModeFinance è un BB per il FY2022, contro un BBB dei due anni precedenti. E' importante notare che il costo del denaro(circa 3,60%²³) è rimasto sostanzialmente invariato nel triennio, indice di una buona solidità e sicurezza trasmessa agli investitori e alle banche, grazie sia ad un buon livello di interest coverage ratio (EBIT/Oneri finanziari) con un EBIT di circa 6 volte maggiore degli interessi, ma anche grazie all'aiuto statale tramite le garanzie SACE e MCC.

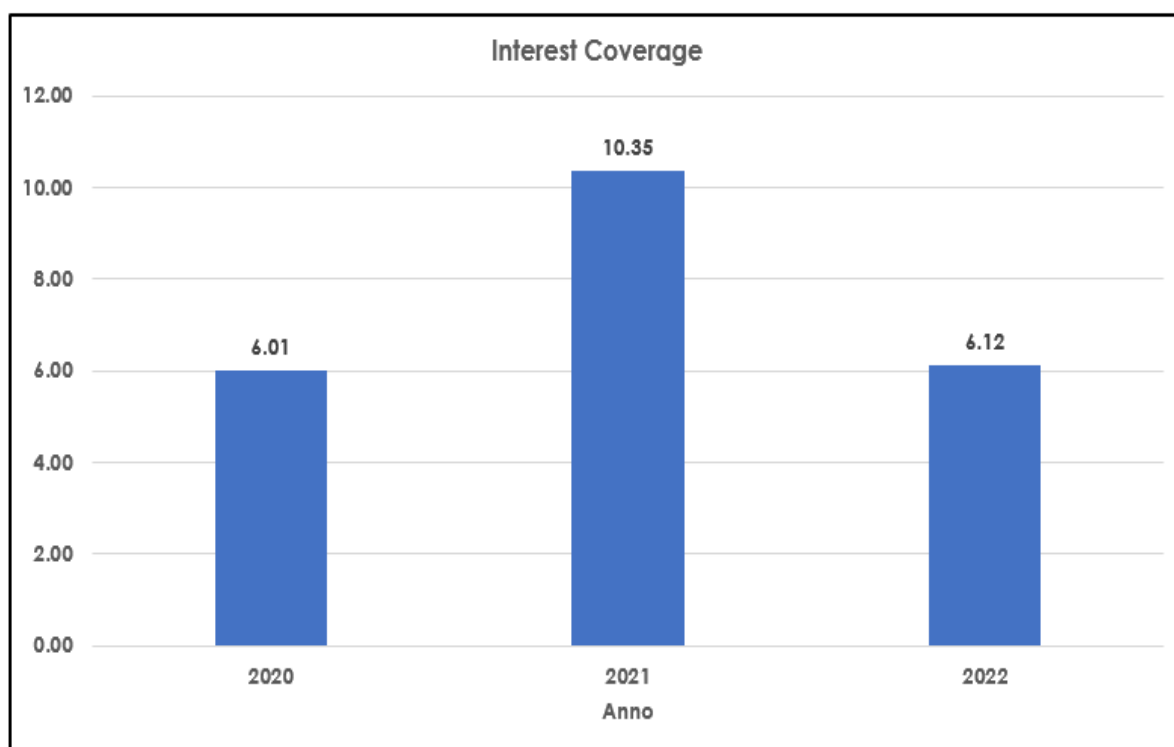


Figura 40: Interest coverage ratio

²³Fonte Modefinance: Agenzia di rating fintech.

5.5.2 Business Plan 2023-2025

| Conto Economico | | | | |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| EUR k | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| Ricavi | 42.864 | 48.007 | 51.368 | 54.190 |
| Δ Rimanenze PF | 2.337 | 1.558 | 779 | 0 |
| Costo del Venduto e Δ Rimanenze MP | (19.631) | (22.493) | (23.512) | (24.386) |
| Primo Margine | 25.570 | 27.073 | 28.635 | 29.805 |
| % ricavi | 60% | 56% | 56% | 55% |
| Incrementi di immobilizzazioni | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Altri ricavi | 1.485 | 1.200 | 1.027 | 1.084 |
| Servizi | (10.076) | (10.302) | (10.611) | (10.812) |
| Godimento beni di terzi | (494) | (642) | (642) | (642) |
| Personale | (7.071) | (7.283) | (7.356) | (7.429) |
| Oneri diversi di gestione | (483) | (483) | (483) | (483) |
| EBITDA | 8.930 | 9.563 | 10.571 | 11.522 |
| % ricavi | 21% | 20% | 21% | 21% |
| Ammortamenti e Svalutazioni | (4.606) | (4.171) | (4.330) | (3.104) |
| Ammortamenti immateriali | (855) | (697) | (697) | (665) |
| Ammortamenti materiali | (3.277) | (3.474) | (3.633) | (2.439) |
| Svalutazioni asset | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Svalutazioni crediti | (474) | 0 | 0 | 0 |
| EBIT | 4.324 | 5.392 | 6.241 | 8.418 |
| % ricavi | 10% | 11% | 12% | 16% |
| Proventi finanziari | (196) | 0 | 0 | 0 |
| Oneri finanziari | (707) | (363) | (267) | (151) |
| Proventi (oneri) straordinari | 1.194 | 1.060 | 1.139 | 1.240 |
| EBT | 4.615 | 6.089 | 7.113 | 9.507 |
| Imposte di esercizio | (762) | (1.629) | (1.584) | (2.243) |
| Risultato di esercizio | 3.853 | 4.460 | 5.529 | 7.264 |
| % ricavi | 9% | 9% | 11% | 13% |

Figura 41: COnto Economico Business Plan.

- Ricavi – La voce Ricavi è prevista in crescita nel piano, per l’aumento dei volumi sostenuti dalla crescita della produzione grazie agli investimenti effettuati;
- EBITDA – Il livello dell’EBITDA è previsto essere largamente positivo ed in crescita nel periodo FY23-FY25, la Società prevede (in maniera prudenziale) una riduzione in termini di marginalità causata dall’incremento dei costi di approvvigionamento e dell’energia;
- Utile – La Società prevede di realizzare Utili in tutti gli esercizi considerati, anch’essi sono previsti in crescita con le buone prospettive del mercato.

| Stato Patrimoniale | | | | |
|---|-----------------|-----------------|----------------|----------------|
| EUR k | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| Immobilizzazioni immateriali | 3.946 | 3.369 | 2.744 | 2.090 |
| Immobilizzazioni materiali | 19.820 | 19.796 | 17.363 | 15.424 |
| Immobilizzazioni finanziarie | 7.800 | 9.178 | 10.587 | 12.308 |
| Totale immobilizzazioni | 31.566 | 32.343 | 30.694 | 29.822 |
| Crediti verso clienti | 8.638 | 8.944 | 8.866 | 9.353 |
| Debiti verso fornitori | (9.217) | (15.581) | (16.486) | (17.085) |
| Rimanenze | 20.419 | 19.259 | 18.580 | 18.832 |
| CCO | 19.840 | 12.622 | 10.960 | 11.101 |
| Altri crediti | 14.884 | 15.131 | 15.152 | 14.864 |
| Altri debiti | (23.001) | (18.048) | (16.737) | (16.582) |
| <i>di cui tributari rateizzati</i> | <i>0</i> | <i>0</i> | <i>0</i> | <i>0</i> |
| CCN | 11.723 | 9.705 | 9.375 | 9.383 |
| TFR e Altri Fondi | (2.223) | (2.421) | (2.588) | (2.718) |
| Totale capitale investito netto | 41.065 | 39.626 | 37.481 | 36.486 |
| Posizione finanziaria netta | (17.022) | (11.121) | (3.447) | 4.812 |
| <i>Banche BT</i> | <i>(4.999)</i> | <i>(4.029)</i> | <i>(4.330)</i> | <i>(2.432)</i> |
| <i>di cui quota corrente finanziamenti LT</i> | | <i>(2.103)</i> | <i>(2.001)</i> | <i>(1)</i> |
| <i>Banche LT</i> | <i>(8.074)</i> | <i>(5.099)</i> | <i>(3.098)</i> | <i>(3.097)</i> |
| <i>Nuovo Finanziamento</i> | <i>0</i> | <i>230</i> | <i>941</i> | <i>1.684</i> |
| <i>di cui quota corrente finanziamenti LT</i> | <i>0</i> | <i>(711)</i> | <i>(743)</i> | <i>(778)</i> |
| <i>Debiti Altri Finanziatori</i> | <i>(2.304)</i> | <i>(2.304)</i> | <i>(2.304)</i> | <i>(2.304)</i> |
| <i>Prestito Soci</i> | <i>0</i> | <i>0</i> | <i>0</i> | <i>0</i> |
| <i>Bond</i> | <i>(4.133)</i> | <i>0</i> | <i>0</i> | <i>0</i> |
| <i>Cassa</i> | <i>2.489</i> | <i>81</i> | <i>5.344</i> | <i>10.960</i> |
| Patrimonio netto | 24.044 | 28.505 | 34.034 | 41.298 |
| Capitale Sociale | 8.000 | 8.000 | 8.000 | 8.000 |
| Riserve | 12.192 | 16.044 | 20.505 | 26.034 |
| Utile (Perdita) | 3.853 | 4.460 | 5.529 | 7.264 |
| Totale capitale impiegato | 41.066 | 39.626 | 37.481 | 36.486 |

Figura 42: Stato Patrimoniale Business Plan.

- Bond – Il Prestito Obbligazionario emesso nel corso del FY19 e con scadenza prevista nel FY23 è detenuto interamente dal Socio 2, questo configura uno scenario in cui Ingramax, nel caso in cui considerasse troppo gravoso rimborsare tale prestito in un determinato esercizio, può rinegoziare tale scadenza e optare per un timing più idoneo;
- Acconti (CCO) – La Società prevede di continuare ad operare secondo uno schema commerciale basato su commesse e sul ricevimento di Acconti da parte dei clienti che vadano a finanziare parzialmente la realizzazione di queste ultime. L'aumento dei debiti verso i fornitori è dovuto all'aumento dei prezzi di materie prime e energia e a nuovi contratti.

| Cash Flow | | | | |
|--|----------------|----------------|--------------|---------------|
| EUR k | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| EBITDA | 8.930 | 9.563 | 10.571 | 11.522 |
| Imposte di esercizio | (762) | (1.629) | (1.584) | (2.243) |
| Δ CCO | (10.262) | 7.218 | 1.661 | (140) |
| Δ Altri Crediti e Altri Debiti | 679 | (5.200) | (1.332) | 133 |
| <i>di cui tributari rateizzati</i> | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Δ Fondo TFR e Altri Fondi | 166 | 198 | 167 | 130 |
| Flusso da Attività Operativa | (1.249) | 10.151 | 9.483 | 9.402 |
| CAPEX | (8.669) | (4.948) | (2.681) | (2.232) |
| CAPEX Immateriali | (194) | (120) | (72) | (11) |
| CAPEX Materiali | (6.385) | (3.450) | (1.200) | (500) |
| CAPEX Finanziarie | (2.090) | (1.378) | (1.409) | (1.721) |
| Flusso post Attività di Investimento | (9.917) | 5.203 | 6.802 | 7.170 |
| Proventi finanziari | (196) | 0 | 0 | 0 |
| Oneri finanziari | (707) | (363) | (267) | (151) |
| Proventi (oneri) straordinari | 1.194 | 1.060 | 1.139 | 1.240 |
| Flusso a servizio di Debito ed Equity | (9.626) | 5.900 | 7.674 | 8.259 |
| Emiss.(rimborso) Banche BT | 2.595 | (3.073) | 403 | 102 |
| Emiss.(rimborso) Banche LT | 701 | (872) | (2.103) | (2.001) |
| Emiss.(rimborso) Nuovo Finanziamento | 0 | (230) | (711) | (743) |
| Emiss.(rimborso) Altri Debiti Finanziari | 69 | 0 | 0 | 0 |
| Emiss.(rimborso) Prestito Soci | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Emiss.(rimborso) Bond | 88 | (4.133) | 0 | 0 |
| Δ PN | 234 | 0 | 0 | 0 |
| Flusso post Attività di Finanziamento | (5.939) | (2.409) | 5.263 | 5.616 |
| <i>Disponibilità liquide iniziale</i> | <i>8.429</i> | <i>2.490</i> | <i>81</i> | <i>5.344</i> |
| <i>Disponibilità liquide finale</i> | <i>2.490</i> | <i>81</i> | <i>5.344</i> | <i>10.960</i> |

Figura 43: Cash Flow Business Plan.

- Il Flusso da Attività Operativa è previsto in miglioramento per tutti gli anni considerati nel piano, portando ad un flusso di cassa positiva e a liquidità in crescita nel triennio, grazie anche ad una migliore gestione dell'aumento dei costi di materie prime e energia.
- CAPEX – Il valore delle Immobilizzazioni Materiali e Immateriali è inserito nel piano da parte di Ingramax in maniera rolling, questo vale a dire che la Società include un ammontare ipotetico e massimale per valorizzare gli investimenti futuri. Tali valori vengono rivisti periodicamente e la Società adegua il programma d'investimento allo stock di liquidità contingente;

5.5.3 Erogazione finanziamento

In sintesi, l'analisi di bilancio effettuata precedentemente, mostra come la società presenti un business operativamente ed economicamente interessante e in espansione nel mercato mondiale (pochi competitor), con un aumento dei ricavi consistente negli ultimi anni e una previsione di crescita reddituale costante. Per tale ragione, nonostante i risultati economici siano stati negativamente impattati dalle conseguenze della guerra russo - ucraina con l'aumento dei prezzi delle materie prime e dell'energia, le banche clienti di AZD hanno ritenuto l'impresa particolarmente attraente per un finanziamento, a differenza di altri settori in maggiore declino e con inferiori opportunità di crescita. La variazione negativa del capitale circolante (con un forte aumento dei crediti e riduzione dei debiti commerciali) e l'investimento in immobilizzazioni materiali sostenuto e da sostenere mantenere per aumentare l'efficienza e la produzione di nuovi prodotti, ha portato ad un flusso di cassa negativo al quale l'impresa ha risposto con un maggiore indebitamento verso intermediari finanziari. All'interno di questo scenario si colloca dunque l'operazione descritta di seguito, ovvero un finanziamento a medio lungo termine, garantito dallo stato italiano, con l'obiettivo di finanziare il capitale circolante e sostenere l'investimento per garantire l'aumento della produzione e dei ricavi previsti nel Business plan. La società, alla data di richiesta di una intermediazione tramite Azimut Direct, risultava appetibile e interessante a diverse banche/investitori clienti. Nonostante un peggioramento della PFN infatti, la situazione patrimoniale è rimasta stabile se non addirittura in miglioramento con la trattenuta degli utili 2021, l'accesso al credito garantito dallo stato italiano è stato piuttosto facile da ottenere, con un'ampia scelta di intermediari finanziari tra cui scegliere. Le opzioni principali riguardavano un finanziamento a medio-lungo termine assistito dalle garanzie pubbliche o una operazione di factoring per anticipare i crediti clienti relativi alle commesse a cui la società stava lavorando. La società, tramite l'intermediazione di Azimut Direct SpA in virtù del rapporto esistente con il gruppo Azimut nella gestione patrimoniale, ha scelto la prima opzione tramite la banca Mediocredito Centrale – Banca del Mezzogiorno in quanto presentava le caratteristiche ideali richieste:

- la necessità di avere un partner affidabile anche per eventuali operazioni future (MCC è da sempre impegnato nello sviluppo delle PMI italiane);
- l'intenzione di voler avviare la collaborazione con un nuovo intermediario finanziario (elemento tipico del sistema finanziario e del rapporto banca - azienda italiano);
- spread inferiore rispetto alle altre banche concorrenti;
- la necessità di avere liquidità non vincolata per poter rimborsare i debiti a scadenza e raggiungere l'obiettivo di una cassa positiva in grado di far fronte alle necessità operative.
- la possibilità di usufruire delle garanzie ottenendo un tasso di interesse di poco superiore al suo costo del capitale medio degli anni precedenti, nonostante l'aumento dei tassi di interesse nel corso del 2023, e con un tasso legato all'Euribor con la prospettiva di decrescita nel corso degli anni successivi.

L'opzione scelta da Ingramax ha previsto un finanziamento di EUR 3M garantito al 90% tramite la garanzia statale (1.8M SACE SupportItalia, 1.2M MCC), poichè la società aveva occupato il plafond massimo MCC tramite altre operazioni. Con un rating BB, il tasso di interesse applicato al finanziamento è stato pari all'Euribor 3M + spread del 2,35% al quale è stato aggiunto un costo una tantum di upfront²⁴ pari allo 1% dell'intero importo del finanziamento e il costo relativo alla commissione di Azimut Direct anch'esso una tantum pari all'2% del totale interessi (entrambi sostenuti alla stipula del contratto), da rimborsare in 60 mesi e con un pre-ammortamento di 1 anno.

Di seguito è illustrato il piano di rientro dell'operazione, ipotizzando un tasso medio fisso al 4,75%.

| t | quota interessi | quota capitale | debito residuo |
|---------------|-----------------|------------------|----------------|
| 2024 | 23.750 | - | 3.000.000 |
| 2025 | 142.500 | 56.874 | 2.943.126 |
| 2026 | 124.683 | 700.301 | 2.242.825 |
| 2027 | 90.685 | 734.299 | 1.508.526 |
| 2028 | 55.036 | 769.948 | 738.578 |
| 2029 | 17.657 | 738.578 | - 0 |
| Totale | 454.310 | 3.000.000 | |

²⁴Costo relativo alle spese di istruttoria, di registrazione e legali.

CAPITOLO 6

Conclusione

6.1 Limitazione del lavoro

Nonostante gli sforzi per condurre una ricerca completa e accurata, il presente studio ha alcune limitazioni che dovrebbero essere prese in considerazione nella valutazione dei risultati. Uno dei principali limiti riguarda i diversi casi particolari presenti all'interno delle normative relative alla concessione di garanzia pubbliche, la cui generalizzazione non è sempre precisa e adatta ad ogni tipologia di impresa coinvolta. In tal caso, le specifiche valutazioni e l'ammissibilità sia al Fondo di Garanzia PMI, sia a SACE, sono condotte dagli enti erogatori le cui disposizioni operative per i diversi prodotti offerti, sono presenti nelle documentazioni pubblicate sul sito web. Inoltre, l'unico caso studio scelto e presentato, riguarda un finanziamento garantito che rientra nell'ordinarietà dei casi, senza problematiche particolari o evidenze di bilancio che richiedessero analisi specifiche su determinati parametri.

Per quanto concerne l'efficacia effettiva degli strumenti presentati, nell'elaborato sono inclusi dati e studi condotti sia dalla Banca Medio Credito Centrale che da SACE. Questi evidenziano un significativo aumento dei volumi di finanziamenti erogati sotto la copertura di garanzie pubbliche ma, non è stato effettuato uno studio in grado di quantificare la significatività di tali strumenti nel favorire l'accesso al credito. Allo stesso modo, rimane aperta la questione dell'efficacia a lungo termine di tali misure di sostegno. Infine potrebbe essere interessante condurre un'analisi sul reale impatto che i mediatori creditizi o gli advisory hanno nel favorire l'accesso al credito fungendo anche da segnalatori sul mercato.

6.2 Conclusione

L'obiettivo primario di questa tesi è stato delineare il fenomeno del credit rationing nel contesto economico europeo durante il periodo 2020-2023 ed esaminare le risposte adottate dalle istituzioni governative per sostenere l'economia durante le crisi causate prima dalla pandemia e successivamente dalla guerra russo-ucraina. In particolare, il lavoro si è concentrato sul sistema di garanzie pubbliche italiane descrivendo teoricamente i vantaggi e gli svantaggi di tali strumenti, analizzandone la normativa, i dati sugli importi erogati e introducendo le novità previste per il periodo compreso tra il 2024 e il 2030. L'analisi ha contribuito a una comprensione più approfondita del ruolo cruciale delle garanzie pubbliche nel facilitare l'accesso al credito per le imprese italiane, fondamentale per fornire la liquidità necessaria a superare i periodi di crisi e l'aumento dei prezzi.

Il lavoro di ricerca è stato affiancato dallo studio di un caso pratico, derivante dalla mia esperienza di stage presso Azimut Direct S.p.A., che ha apportato un contributo sostanziale alla comprensione di tali strumenti finanziari fornendo il materiale necessario alla realizzazione del progetto di tesi. In questo contesto, è stato esaminato come l'intervento di un mediatore creditizio e delle garanzie pubbliche abbia permesso a un'impresa italiana di accedere rapidamente alla liquidità necessaria per finanziare il capitale circolante ad un tasso di interesse agevolato. L'esperienza del caso studio e le novità introdotte dal governo italiano rappresentano un aspetto di particolare importanza, in quanto delineano possibili evoluzioni e adattamenti del sistema di garanzie pubbliche a contesti e settori specifici. Tale lavoro fornisce dunque una base solida per ulteriori riflessioni e ricerche in cui approfondire l'analisi dei benefici a breve e a lungo termine e i possibili miglioramenti da apportare a tali strumenti per sostenere e promuovere la vitalità del tessuto imprenditoriale italiano in un contesto europeo in continua evoluzione.

Sebbene l'azienda analizzata nel caso studio appartenga ad un settore specifico e di nicchia, i dati relativi al Fondo di Garanzia PMI e a SACE hanno chiaramente indicato un notevole aumento delle richieste di finanziamenti e delle somme erogate nel periodo 2020-2023, interessando aziende di tutti i settori e dimensioni. Inoltre, la riduzione dell'operatività degli enti nel corso del 2024, ha già segnato un netto calo dei finanzia-

menti nel mese di febbraio rispetto all'anno precedente, argomento di riflessione su una possibile eccessiva dipendenza delle PMI da tali strumenti.

In conclusione, il lavoro di tesi ha sottolineato l'importanza delle garanzie pubbliche nel contesto economico italiano soprattutto in un periodo di crisi, ma al contempo ha delineato la necessità di un impegno costante nel mantenere e migliorare tali strumenti anche durante fasi di crescita economica, per favorire gli investimenti che possano sostenere lo sviluppo e l'internazionalizzazione delle imprese italiane in Europa e nel mondo.

Bibliografia

Affinito M., Sabatini F. and Stacchini M. (2021) «Collateral in bank lending during financial crises: a borrower and a lender story», Temi di discussione 1352.

Altavilla, Lemke, Linzert, Tapking, Landesberg (2020), «Assessing the efficacy, efficiency and potential side effects of the ECB's monetary policy instruments since 2014 (OP series n.278)», ECB.

«Annual report 2022», ECB, 2023.

Barro R.(1976) «The Loan Market, Collateral, and Rates of Interest», Journal of Money, Credit and Banking, Blackwell Publishing, 8(4), pages 439-456.

Beck, Thorsten, Keil (2020), «Jan, Have Banks Caught Corona? Effects of COVID on Lending in the U.S.», Journal of Corporate Finance.

Berger, A. N., Udell, G. F. (1995). «Relationship lending and lines of credit in small firm finance», Journal of Business 68, 351-381, 1995.

Berger, A. N., Udell, G. F. (1996), «Universal banking and the future of small business lending», In A. Saunders I. Walter (Eds.), Financial system design: The case for universal banking (pp. 559–627). Burr Ridge, IL: Irwin Publishing.

Berger A., Udell G. (1998) «The economics of small business finance: The role of private equity and debt markets in the financial growth cycle», Journal of Banking Finance, 22, 613-673.

Bester H. (1985), «Screening versus rationing in credit markets with imperfect information», American Economic Review, 75 (4), 850-855.

Bester H. (1995), «The Role of Collateral in Credit Markets with Imperfect Information», European Economic Review, 31(4), 887-899.

Busetta F., Presbitero A.F., (2008), «Confidi, piccole imprese e banche: un'analisi empirica», in Zazzaro, A., I vincoli finanziari alle crescita delle imprese.

Coco G. (2000), «On the use of collateral», *Journal of Economic Surveys*, 14(2), 191-214.

Cole, R. A., Goldberg, L. G., White, L. J. (2004), «The micro structure of small business lending by large and small banks».

Columba F., Gambacorta Land ., Mistrulli P.E., (2010), «Mutual guarantee institutions small business finance», *Journal of Financial Stability*, 6(1), 45-54.

D'Amico, T (2022), «L'impatto del conflitto russo-ucraino in Italia: La morsa del caro energia, gli effetti delle sanzioni e la risposta alla crisi umanitaria», INAPP.

De Socio A., Narizzano S., Orlando T., Parlapiano F., Rodano G., Sette E. e Viggiano G. (2020), «Gli effetti della pandemia sul fabbisogno di liquidità, sul bilancio e sulla rischiosità delle imprese.», Banca d'Italia (Note Covid-19).

Elyasiani E., Goldberg L. G. (2004), «Relationship lending: a survey of the literature», *Journal of Economics and Business*, 56, 315-330. Fondo di Garanzia PMI «Funzionamento del Fondo di Garanzia», 2023.

Fondo di Garanzia PMI «Manuale operativo», 2020.

Fondo di Garanzia PMI «Manuale operativo», 2021.

Fondo di Garanzia PMI «Manuale operativo», 2022.

Fondo di Garanzia PMI «Manuale operativo», 2023.

Fondo di Garanzia PMI «Report al 31 dicembre 2020», 2021.

Fondo di Garanzia PMI «Report al 31 dicembre 2021», 2022.

Fondo di Garanzia PMI «Report al 31 dicembre 2022», 2023.

Fondo di Garanzia PMI «Report al 31 marzo 2023», 2023.

Fondo di Garanzia PMI «Report Temporary Framework COVID-19 », 2022.

Garrone P., Vittadini G. (2020), «Sistema imprenditoriale italiano: originalità, cambiamento e sviluppo».

Gobbi G., Palazzo F. e Segura A. (2020) «Le misure di sostegno finanziario alle imprese post covid-19 e le loro implicazioni di medio termine», Banca d'Italia, Note Covid-19, 15.

Honohan P., (2010), «Partial credit guarantees: Principles and practice», Journal of Financial Stability, 6(1), 1-9.

«Indagine sulle imprese industriali e dei servizi», Banca d'Italia, 2023.

Jaffee, D.M., Russell, T. (1976), «Imperfect information, uncertainty, and credit rationing», Quarterly Journal of Economics.

«L'economia italiana alla prova del conflitto in Ucraina», Confindustria, 2022.

Pozzolo A. F. (2004), «The Role of Guarantees in Bank Lending», Banca d'Italia, Temi di discussione 528.

Rajan G. (1992), «The Choice Between Informed and Arms-Length Debt», Journal of Finance , 47, 1367-1400.

Rampini A. A. , Viswanathan S. (2010) «Collateral, Risk Management, and the Distribution of Debt Capacity».

«Relazione annuale anno 2022», Banca d'Italia, 2023.

«Relazione annuale anno 2021», Banca d'Italia, 2022.

«Relazione annuale anno 2020» Banca d'Italia, 2021.

SACE «Convenzione SACE Green, modalità operative», DL Aiuti 2022.

SACE «Garanzia dello Stato su finanziamenti concessi dalle banche, Manuale Operativo» 2022.

SACE «Garanzia SupportItalia», DL Aiuti 2022.

Stiglitz, J.E., Weiss, A. (1981) «Credit rationing in markets with imperfect information», American Economic Review.

Tirole J. (2006), «The Theory of Corporate Finance».

Varetto F., «Struttura del mercato finanziario».

Williamson, O.E. (1967) Hierarchical Control and Optimum Firm Size. *Journal of Political Economy*, 75, 123-138.

Wilson P.F. (1993) «The Pricing of Loans in a Bank-Borrower Relationship», Bank for international settlements, Monetary and Economic Department.

Yuhuan J., Sheng Z. (2019) «Credit Rationing in Small and Micro Enterprises: A Theoretical Analysis», *Sustainability*.

Zecchini S., Ventura M., (2009), «The impact of public guarantees on credit to SMEs», *Small Business Economics*, 32, 191–206.

Sitografia

https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Consumer_prices_inflation

<https://www.oecd-ilibrary.org/sites/06008051-it/index.html?itemId=/content/component/06008051-it>

<https://www.getpliant.com/it/blog/interesse-negativo/>

<https://www.ilsole24ore.com/art/la-bce-una-pausa-stretta-tassi-AFJ7r7MB> 25 ottobre 2023, Riccardo Sorrentino.

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/tasso-interesse-depositi-bce.html>

<https://www.mef.gov.it/focus/Il-Piano-Nazionale-di-Ripresa-e-Resilienza-PNRR/>

<https://www.italiadomani.gov.it/it/home.html>

<https://www.sace.it/chi-siamo/il-gruppo>

<https://www.fondidigaranzia.it/dal-30-agosto-le-domande-sul-temporary-crisis-framework/>

<https://www.sace.it/soluzioni/garanzia-supporto-italia/>

<https://www.sace.it/coronavirus/garanzia-italia>

<https://www.fondidigaranzia.it/servizi-online-per-le-impres/modelli-di-valutazione/>

<https://www.fondidigaranzia.it/numeri-del-fondo/>

<https://www.fondidigaranzia.it/dal-1-gennaio-al-via-la-riforma-del-fondo-di-garanzia-per-le-pmi/>

<https://www.sace.it/soluzioni/dettaglio-categoria/dettaglio-prodotto/garanzie-archimede>

<https://www.sace.it/soluzioni/dettaglio-categoria/dettaglio-prodotto/garanzia-futuro>

Elenco delle figure

| | | |
|----|--|----|
| 1 | Variazione percentuale fatturato imprese italiane nel 2020 - Fonte: Indagine sulle imprese industriali e dei servizi 2021, Banca d'Italia. | 17 |
| 2 | L'andamento dell'indice Ttf Future a 10 mesi (ottobre 2023) negli ultimi 5 anni - Fonte: Borsa di Amsterdam. | 19 |
| 3 | L'andamento dell'inflazione 2018-2023 in Italia - Fonte: Consumer prices inflation 2023, Eurostat. | 20 |
| 4 | PIL nei paesi dell'Eurozona - Fonte: Commissione Europea, relazione annuale anno 2022, Banca d'Italia. | 20 |
| 5 | Produzione industriale in Italia - Fonte: Relazione annuale anno 2022, Banca d'Italia. | 21 |
| 6 | Variazione investimenti 2020-22 - Fonte: Relazione annuale anno 2023, Banca d'Italia. | 22 |
| 7 | Il sistema finanziario - Fonte: Struttura del mercato finanziario, Franco Varetto. | 24 |
| 8 | Tassi storici della BCE 2023 - Fonte: BCE. | 30 |
| 9 | Prestiti bancari - Fonte: Relazione annuale anno 2022, Banca d'Italia. | 31 |
| 10 | Tassi di interesse e di riferimento sui nuovi prestiti bancari - Fonte: Relazione annuale anno 2022, Banca d'Italia. | 32 |
| 11 | Costo Garanzia Italia SACE per le PMI - Fonte: manuale operativo Garanzia Italia 2021, SACE S.p.A. | 42 |
| 12 | Costo Garanzia Italia SACE per le imprese non PMI - Fonte: manuale operativo Garanzia Italia 2021, SACE S.p.A. | 42 |
| 13 | Costo Garanzia MCC per tutti i regimi - Fonte: manuale operativo MCC, 2022, MedioCredito Centrale S.p.A. | 45 |
| 14 | Costo Garanzia SupportItalia SACE per le PMI - Fonte: manuale operativo Garanzia SupportItalia 2022, SACE S.p.A. | 46 |
| 15 | Costo Garanzia SupportItalia SACE per le imprese non PMI - Fonte: manuale operativo Garanzia SupportItalia 2022, SACE S.p.A. | 46 |

| | | |
|----|---|----|
| 16 | Fonte: Modello di valutazione MCC, 2019. | 48 |
| 17 | Fonte: Modello di valutazione MCC, 2019. | 48 |
| 18 | Fonte: Modello di valutazione MCC, 2019. | 49 |
| 19 | Matrice di integrazione società di capitali - Fonte: Modello di valutazione MCC, 2019. | 49 |
| 20 | Matrice di integrazione società di persone - Fonte: MCC | 49 |
| 21 | Matrice di valutazione - Fonte: Modello di valutazione MCC, 2019. . . | 50 |
| 22 | Fonte: relazione annuale fondo di garanzia PMI, 2022. | 53 |
| 23 | Fonte: relazione annuale fondo di garanzia PMI, 2022. | 54 |
| 24 | Fonte: relazione annuale fondo di garanzia PMI, 2022. | 54 |
| 25 | Fonte: relazione annuale fondo di garanzia PMI, 2022. | 55 |
| 26 | Fonte: relazione annuale fondo di garanzia PMI, 2022. | 55 |
| 27 | Fonte: relazione annuale fondo di garanzia PMI, 2022. | 56 |
| 28 | Previsioni variabili macroeconomiche - Fonte MEF | 57 |
| 29 | Next Generation EU - Fonte: Ministero dell'economia e delle finanze, 25 maggio 2021. | 64 |
| 30 | Traguardi e obiettivi del PNRR - Fonte: Portale Italia Domani. | 65 |
| 31 | Presenza nei paesi di Azimut. | 68 |
| 32 | Ciclo di vita delle imprese. | 69 |
| 33 | Struttura societaria AZD. | 70 |
| 34 | Processo AZD. | 72 |
| 35 | Prodotti e servizi offerti tramite AZD. | 73 |
| 36 | Struttura societaria | 74 |
| 37 | Prodotti offerti | 76 |
| 38 | Bilancio Ingramax Solutions S.r.l. | 78 |
| 39 | Ricavi - EBITDA | 79 |
| 40 | Interest coverage ratio | 82 |
| 41 | COnto Economico Business Plan. | 83 |
| 42 | Stato Patrimoniale Business Plan. | 84 |
| 43 | Cash Flow Business Plan. | 85 |