



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale (*ordinamento ex
D.M. 270/2004*)

in Amministrazione, Finanza e Controllo
Consulenza Amministrativa

—

Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

Tesi di Laurea

Internazionalizzazione e gestione del rischio di credito Il ruolo della finanza aziendale

Relatore

Ch. Prof. Giorgio Stefano Bertinetti

Laureando

Stefano Perencin
832354

Anno Accademico

2014/ 2015

RINGRAZIAMENTI

Desidero ringraziare i docenti di Ca' Foscari del percorso "sConfini" (*Prof. Bertinetti, Prof. Bagnoli, Prof. Vescovi, Prof. Pontiggia*) per la memorabile esperienza, sia all'interno delle aule che al di fuori di esse, per averci presentato quanto di meglio il panorama imprenditoriale Veneto ha da offrire e per aver fornito a noi studenti le basi su cui costruire il nostro futuro. Questo percorso è stato, dal mio punto di vista, quel *quid* che ha conferito un maggior valore ai due anni di Magistrale, a coronamento del nostro ciclo di studi.

Un caloroso ringraziamento va all'intero personale di *Uteco*, al piano "Amministrazione", a *Paolo Pisanu* e al "gruppetto della briscola", per la cortesia e la straordinaria disponibilità dimostratemi durante la mia permanenza a *Colognola ai Colli*. Il successo ed il valore di un'azienda non si vedono solo dai numeri!

Vorrei ringraziare inoltre *Marina Bertani (Diesel Spa)*, *Luigi Pignata (De Longhi Spa)*, *Michele Pagini (DeLclima Spa)* e *Andrea Lugoboni (Zuegg Spa)*, per la disponibilità ed il tempo dedicatomi, a supporto della mia tesi.

L'ultimo, e certamente più importante ringraziamento va alla mia famiglia, per avermi sempre supportato ed incoraggiato durante questi cinque intensi anni di studi.

...Ora inizia il bello!

INDICE

RINGRAZIAMENTI

INTRODUZIONE.....pag. I

CAPITOLO 1: LE POTENZIALITA' DELL'EXPORT ITALIANO.....pag. 1

CAPITOLO 2: IL RISCHIO DI CREDITO.....pag. 7

- 2.1 Definizione di rischio di credito.....pag. 7
- 2.2 Le perdite su crediti.....pag. 9
- 2.3 I ritardi nei pagamenti.....pag. 10
 - 2.3.1 I ritardi nei pagamenti delle Pubbliche Amministrazioni.....pag. 11
 - 2.3.2 I ritardi nei pagamenti tra privati.....pag. 12
- 2.4 Gli effetti dei ritardi nei pagamenti sull'economia italiana.....pag. 13
- 2.5 Differenze tra clientela italiana e clientela estera nelle abitudini.....pag. 13
 - di pagamento
- 2.6 Le cause dei mancati pagamenti.....pag. 14
- 2.7 Un focus sulle PMI.....pag. 15
- 2.8 La percezione del rischio di credito nelle imprese.....pag. 16

CAPITOLO 3: L' EFFETTO DELLE PERDITE SU CREDITI SULLA STRUTTURA ECONOMICO - FINANZIARIA E SULLE PERFORMANCE DELLE IMPRESE ITALIANE.....pag. 20

- 3.1 La redditività media delle imprese italiane.....pag. 20
- 3.2 L'indebitamento finanziario e il leverage.....pag. 22
- 3.3 Il costo del debito e la copertura degli interessi passivi.....pag. 23
- 3.4 L'investimento in Capitale Circolante Netto Operativo.....pag. 25
- 3.5 Un esempio numerico.....pag. 27
- 3.6 Criticità nei diversi settori.....pag. 34
 - 3.6.1 Chimica.....pag. 34

3.6.2 Agro-alimentare ed alimentare.....	pag. 35
3.6.3 Moda/prodotti per la casa.....	pag. 36
3.6.4 Meccanica.....	pag. 37
3.4.5 Salute.....	pag. 39

CAPITOLO 4: GLI STRUMENTI OPERATIVI PER LA GESTIONE DEL RISCHIO DI CREDITO NELLE AZIENDE.....pag. 40

4.1 Raccolta di informazioni e valutazione cliente complessiva.....	pag. 41
4.2 Le modalità e gli strumenti di pagamento nel commercio internazionale.....	pag. 43
4.3 Garanzie di pagamento.....	pag. 55
4.4 Riserva della proprietà.....	pag. 57
4.5 Assicurazione dei crediti.....	pag. 58
4.6 Cessione dei crediti.....	pag. 61
4.7 Gli accordi di Consensus e le agevolazioni finanziarie SIMEST.....	pag. 65
4.8 Definizione del fido commerciale.....	pag. 68
4.9 La Credit Policy aziendale.....	pag. 71
4.10 La misurazione delle performance e i KPI.....	pag. 74

CAPITOLO 5: CASI DI SUCCESSO.....pag. 76

5.1 Uteco Converting Spa.....	pag. 77
5.1.1 Esempio di vendita dilazionata di un macchinario.....	pag. 88
5.2 Diesel Spa.....	pag. 91
5.3 De Longhi Spa.....	pag. 100
5.4 Zuegg Spa.....	pag. 107

CONCLUSIONI.....pag. 115

BIBLIOGRAFIA.....pag. 116

INTRODUZIONE

Negli ultimi anni, complice la globalizzazione, l'avanzamento tecnologico e l'abbattimento delle frontiere doganali, i flussi di esportazioni italiane sono notevolmente aumentati.

Se l'export si è rivelato una soluzione necessaria per sopravvivere al drastico calo della domanda interna, questo non è certo privo di rischi e complicazioni che, soprattutto per i mercati geograficamente e culturalmente più distanti, richiedono attente analisi preventive e in itinere.

Tra le leve commerciali più utilizzate dalle imprese italiane è presente la vendita a credito, associata ad elevate dilazioni di pagamento. Se ciò da un lato può consentire di espandere i propri volumi di fatturato rapidamente, dall'altro genera dei rischi di tipo sia economico che finanziario, connessi alla solvibilità del cliente e all'eventualità che questo non adempia alla propria obbligazione di pagamento del corrispettivo.

Il rischio di credito all'interno delle trattative commerciali prevede molte più insidie per un esportatore, rispetto ad un'azienda che operi in territorio nazionale, ma se gestito con particolare attenzione e professionalità, consente di sfruttare proficue opportunità per il proprio business sui mercati esteri.

La rilevanza, la tollerabilità e le strategie per la gestione di tale rischio variano da azienda a azienda, in base al settore, alla tipologia di clientela servita, alla redditività della gestione operativa, nonché al livello di indebitamento e di leva finanziaria.

È importante comprendere cosa comporti ciascuna scelta in termini di costi e di opportunità/ritorni economici; soprattutto per un'azienda con una bassa redditività, altamente indebitata nei confronti di istituti bancari e con un peso del circolante sull'attivo di bilancio rilevante (caratteristiche tipiche dell'impresa

italiana), è necessario limitare il più possibile i mancati incassi e gli oneri superflui, motivo per il quale sarà necessario munirsi di una buona *Policy* di gestione dei crediti.

All'interno di questo elaborato, molta enfasi verrà posta sulle forme di pagamento più utilizzate per il commercio internazionale, sull'assicurazione dei crediti, sul factoring, e su altri strumenti che consentono ad aziende più o meno grandi di essere più dinamiche sui mercati esteri senza pregiudicare i propri equilibri finanziari.

Si darà dimostrazione inoltre, di come una gestione accorta del credito e del capitale circolante possa portare a notevoli benefici per le casse aziendali, soprattutto in un periodo di ristrettezza e di onerosità del credito bancario; verranno analizzati infine quattro casi aziendali di successo (*Uteco Converting Spa*, *Diesel Spa*, *De Longhi Spa* e *Zuegg Spa*), quattro realtà appartenenti a settori diversi all'interno delle quali la gestione dei crediti gioca un ruolo importante, contribuendo a creare il vantaggio competitivo che le porta ad essere aziende leader mondiali.

CAPITOLO 1

LE POTENZIALITA' DELL'EXPORT ITALIANO

Negli ultimi 9 anni, periodo di recessione, di estrema difficoltà e di tensione per il nostro Paese, le esportazioni sono state l'unico fattore dell'economia italiana a dare un parziale sostegno alla crescita del PIL nazionale.¹

Tra l'anno 2008 e l'anno 2009, il panico successivo alla crisi immobiliare, al fallimento della Lehman-Brothers e al tracollo dei mercati finanziari, è dilagato a livello globale, ripercuotendosi anche sull'economia reale.

Un Paese da sempre orientato all'export come l'Italia non ha potuto che subire gravi conseguenze: le esportazioni italiane nel mondo hanno subito inizialmente un forte rallentamento, per poi crollare nel 2009 con una perdita di 77 miliardi di euro, pari al 20,94 % del totale delle esportazioni dell'anno precedente.²

Periodo	Esportazioni (valori FOB) - Milioni di €	Variazioni tendenziali perc.	Importazioni (valori CIF) Milioni di €	Variazioni tendenziali perc.	Saldo - Milioni di €
2007	364.744	9,9	373.340	5,9	-8.596
2008	369.016	1,2	382.050	2,3	-13.034
2009	291.733	-20,9	297.609	-22,1	-5.876
2010	337.346	15,6	367.390	23,4	-30.044
2011	375.904	11,4	401.428	9,3	-25.524
2012	390.182	3,8	380.292	-5,3	9.890
2013	390.233	0,0	361.002	-5,1	29.230
2014	398.870	2,2	356.939	-1,1	41.932

Dati Istat aggiornati a Nov. 2015

Dal 2009 in poi, non senza ostacoli e difficoltà, l'export ha ripreso a salire, fino ad una nuova battuta d'arresto nel 2012, le cui cause riguardano principalmente l'area Euro.

¹ Nomisma su dati di Banca d'Italia ed Eurostat

² Dati Istat sul Commercio Estero

Dopo il fallimento della *Lehman-Brothers*, il contagio si è diffuso anche negli istituti di credito europei, che sul mercato ipotecario americano avevano investito pesantemente. Per paura di un nuovo crack finanziario, i governi di molti Paesi dell'Unione Europea sono corsi in aiuto, sostenendo ingenti costi ed aumentando così un debito pubblico già troppo elevato per i tassi di crescita delle rispettive economie.³

È il momento, nel 2011, delle crisi dei debiti sovrani europei: Grecia, Irlanda, Spagna, Portogallo, Cipro, non riescono più ad indebitarsi sui mercati finanziari a tassi ragionevoli, e chiedono all'UE di intervenire.

Anche la situazione italiana in questo frangente non era affatto piacevole: un mix di fattori hanno portato alla recessione del Paese, che ancora oggi, nonostante alcuni segnali di ripresa, sta manifestando i suoi effetti:

Spesa e livello del debito pubblico insostenibili: proseguendo un trend che vede le sue origini negli anni '70-'80, il debito pubblico è aumentato a dismisura, raggiungendo nel Maggio del 2015 la cifra record di 2218 miliardi di euro. Su tale fardello pesano non soltanto gli indebitamenti per spese correnti e "sane", per investimenti strutturali e per la crescita economica del Paese, ma anche e soprattutto, una mole impressionante di interessi sul debito già esistente, venduto con tassi di interesse elevatissimi. Gli enti centrali europei sono intervenuti a sostegno dei Paesi in difficoltà, emettendo liquidità in operazioni di lungo periodo per acquistare titoli di stato, ma in cambio venivano richieste politiche nazionali volte al contenimento dei disavanzi e del debito, in altre parole, veniva richiesta una maggiore austerità (meno spese, più entrate fiscali).

Introduzione della moneta unica: alla politica di espansione della massa monetaria in circolazione utilizzata per ripagare l'ingente debito pubblico italiano, hanno posto un freno l'introduzione dell'euro e la costituzione della Banca Centrale Europea. Una moneta più forte e più stabile ha certamente avuto i suoi effetti positivi in Europa, ma sul fronte delle esportazioni ciò ha comportato per l'Italia la rinuncia ad uno strumento fino ad allora molto utilizzato, ovvero la svalutazione

³ Eurostat

competitiva. Nei primi anni dall'adozione dell'euro, dal 2000 al 2004, infatti, si è assistito ad un rallentamento nelle esportazioni, che hanno ripreso a crescere dal 2005.⁴

Lo scoppio della bolla speculativa americana ha provocato un effetto a catena ed un circolo vizioso deleterio per l'economia italiana: la crisi dei mutui sub-prime ha provocato non soltanto un blocco delle transazioni interbancarie, ma anche dei finanziamenti verso privati ed imprese da parte degli istituti bancari europei ed italiani (soprattutto in seguito agli accordi di Basilea III). In un Paese fortemente "bancocentrico" ciò ha causato un brusco calo degli investimenti e del fatturato: dal 2007 al 2014 si è assistito ad un calo di 11 miliardi di euro negli investimenti in mezzi di trasporto (autoveicoli, mezzi aziendali, bus, treni, aerei, ecc.), di 70 mld di euro in fabbricati residenziali, commerciali o industriali, di 25.4 mld di euro in impianti e macchinari ecc.⁵, e il fatturato complessivo industriale è diminuito del 14%.⁶

Le difficoltà nell'accesso al credito, la minore redditività e di conseguenza una crisi di liquidità generalizzata delle imprese hanno avuto come diretta conseguenza il fallimento di decine di migliaia di aziende ed attività (dal 2009 alla metà del 2015 hanno dichiarato il fallimento circa 90.000 imprese)⁷, con la perdita di posti di lavoro (nel 2008 il numero degli occupati arrivava a 23 milioni, a fine 2013 aveva toccato un minimo di 22,1 milioni, con un tasso di disoccupazione superiore al 13%)⁸ e un calo di consumi e risparmi, rispettivamente di 70 e di 50 miliardi⁹ di euro.

Come si può notare nel grafico sottostante, dal 2010 in poi, la domanda estera netta (esportazioni meno importazioni) è stata in sostanza l'unica costante nella crescita nel Pil nazionale, contrastando parzialmente il calo degli investimenti, della domanda interna e della spesa pubblica.

⁴ Analisi di lungo periodo del Dip. per la Programmazione e il coordinamento della Politica Economica, su Dati Istat.

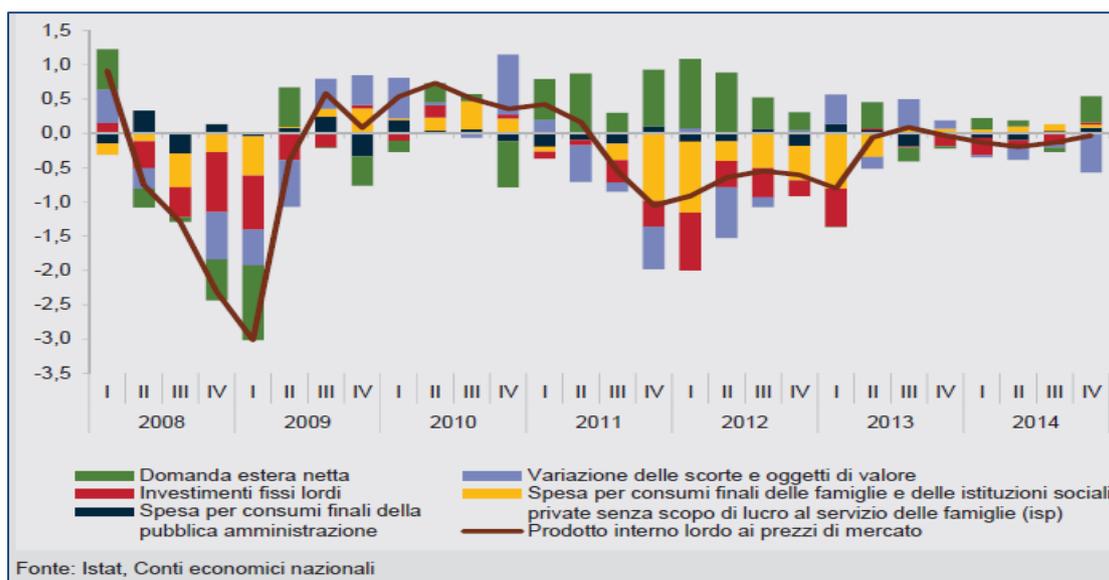
⁵ Elaborazione Ufficio Studi CGIA su dati Istat

⁶ Eurostat ed Euler Hermes

⁷ Elaborazione Centro Studi Impresa Lavoro su dati Cribis

⁸ Istat, Rilevazione sulle forze di lavoro

⁹ Rapporto Coop 2015 e Analisi Istituto REF Ricerche su dati Istat



Se dal 2009 in poi le esportazioni italiane sono tornate a crescere, fino a superare i 400 miliardi nel 2015¹⁰, si può notare come sia cambiata la struttura di esse, suddivisa tra Area dell'UE (considerata alla stregua di un mercato domestico, per affinità di moneta, usi e costumi e abitudini commerciali), e Area Extra - UE:

Periodo	Esportazioni (valori FOB) - Milioni di €	Variazioni tendenziali perc.	Importazioni (valori CIF) - Milioni di €	Variazioni tendenziali perc.	Saldo
2007	222.173	9,4	215.453	6,2	6.720
2008	217.210	-2,2	208.784	-3,1	8.426
2009	168.064	-22,6	170.868	-18,2	-2.804
2010	193.389	15,1	201.364	17,8	-7.975
2011	212.934	8,9	217.244	7,1	-4.310
2012	211.867	-0,5	202.805	-6,6	9.062
2013	209.829	-1,0	200.168	-1,3	9.661
2014	218.824	4,3	203.890	1,9	14.934

Esportazioni UE, dati ISTAT al 17/11/15

Come si può vedere dalla tabella, le esportazioni nell'Unione Europea torneranno ai livelli pre-crisi solamente nell'anno in corso.

¹⁰ Istat e Stime SACE sull'export

Periodo	Esportazioni (valori FOB) - Milioni di €	Variazioni tendenziali perc.	Importazioni (valori CIF) - Milioni di €	Variazioni tendenziali perc.	Saldo
2007	142.571		157.887		-15.316
2008	151.805	6,5	173.267	9,7	-21.462
2009	123.669	-18,5	126.740	-26,9	-3.071
2010	143.958	16,4	166.026	31,0	-22.068
2011	162.970	14,9	184.184	12,0	-21.214
2012	178.315	9,4	177.487	-3,6	827
2013	180.404	1,2	160.834	-9,4	19.570
2014	180.047	-0,2	153.049	-4,8	26.998

Esportazioni Extra-UE, dati ISTAT al 17/11/15

Per quanto riguarda le esportazioni in Paesi al di fuori dell'Unione Europea, dal 2009 in poi esse sono cresciute costantemente, con un rallentamento nel 2014 dovuto principalmente a un calo nei Paesi europei non facenti parte dell'Unione Europea e agli effetti dell'embargo in Russia.

Il saldo della bilancia commerciale, che risente storicamente degli elevati costi della bolletta energetica, è tornato in attivo solamente nel 2012, più per un calo della nostra domanda estera che per il modesto aumento dell'export, ciò non si può considerare un buon segnale sulla ripresa del Paese.

In sintesi, dal 2007 ad oggi, il peso delle esportazioni verso Paesi Extra-Ue è passato dal 39% al 45%, e considerando solamente l'area Euro, essa ad oggi copre meno della metà delle esportazioni totali.

Le imprese italiane più avvedute e strutturate hanno colto i segnali positivi provenienti dai Paesi emergenti (Medio Oriente, America Latina, Asia ecc.) e lì hanno promosso i propri affari; ciò ha consentito loro di sopravvivere, anche in settori pesantemente flagellati come quello edilizio, che dal 2004 ad oggi ha più che triplicato il fatturato generato all'estero.¹¹

La struttura dell'export per settori è rimasta pressoché invariata, seguendo un processo che si era già delineato all'incirca nel 2000. Si è affermato maggiormente

¹¹ Ance, Indagine 2014

il settore manifatturiero, che costituisce il 96% delle esportazioni di beni complessive: i beni che costituiscono l'ossatura dell'export italiano rimangono i macchinari (18,6% sul totale), i mezzi di trasporto, che nell'ultimo periodo stanno ottenendo ottimi risultati (10%, con un incremento del 34% sul valore tra Gennaio e Settembre 2015 rispetto all'anno precedente), i beni intermedi in metallo (11%), prodotti chimici, farmaceutici e cosmetici (11,7%), prodotti tessili e dell'abbigliamento (11,7%), prodotti alimentari, bevande e tabacco (7,1%, con valori complessivi che cresceranno, secondo le stime, dell'8% medio annuo nei prossimi 3 anni)¹².

Per l'anno 2015 è prevista una crescita dell'export totale del 4% circa, quasi doppia rispetto ai valori del 2014, in cui le esportazioni verso i Paesi Extra - UE erano sostanzialmente stazionarie (-0.2%). I dati relativi ai primi tre trimestri dell'anno in corso indicano un miglioramento rispetto alle annate precedenti, e per la prima volta dopo tre anni di crescita zero, il Pil crescerà, anche se solo di qualche decimo di punto percentuale.

¹² Stime Sace SRV

CAPITOLO 2

IL RISCHIO DI CREDITO

Con le turbolenze che si sono verificate a livello macroeconomico negli ultimi decenni, le imprese italiane hanno focalizzato l'attenzione sull'importanza di una corretta individuazione, valutazione e gestione dei rischi legati ai processi di internazionalizzazione.

Come si evince dai dati sulle esportazioni, vendere beni (ma anche servizi) all'estero, può costituire un'ancora di salvezza in momenti di calo della domanda interna, ma può anche diventare problematico qualora vi siano crisi economiche, politiche, finanziarie o sociali nei mercati di sbocco da sempre considerati sicuri, e il fatto che il mondo stia diventando sempre più interconnesso fa sì che le decisioni prese a livello locale (in ambito produttivo, finanziario ecc.), possano risentire di molteplici fattori, anche al di fuori del controllo della singola impresa.

All'interno delle molteplici categorie di rischi che possono riguardare una trattativa commerciale, soprattutto se conclusa con un operatore estero, (rischio di produzione, di mancato ritiro delle merci, di trasporto ecc.), dati i recenti avvenimenti si è posta una maggiore enfasi sul rischio di credito.

2.1 Definizione di rischio di credito

Per **rischio di credito** si intende¹³ il rischio che la controparte acquirente non adempia alle sue obbligazioni di pagamento per la prestazione effettuata, in questo caso acquisto di beni di varia natura.

Tale rischio può essere suddiviso in due categorie:

- **Rischio commerciale:** connesso alle inadempienze della controparte e/o del suo garante, che a sua volta possono essere:
 - Di diritto: Fallimento del soggetto, bancarotta, amministrazione giudiziaria o assoggettamento ad altre procedure concorsuali previste dagli ordinamenti in vigore nei diversi Stati;

¹³ (Garioni, 2013)

- Di fatto: mancato o ritardato pagamento delle merci o dei servizi ricevuti alla scadenza dei termini pattuiti.
- Altre inadempienze di natura pecuniaria o relative ad altre obbligazioni previste da contratto: indebite escussioni di fidejussioni o di garanzie rilasciate (*Advance Payment o Performance Bond*), sospensione o revoca arbitraria della commessa, mancato ritiro delle merci anche se conformi alle richieste ecc.¹⁴
- **Rischio Paese:** riguarda eventi di natura politica nazionale o relativa ad accordi internazionali, non riguardanti la singola controparte commerciale (pubblica o privata) ma che ostacolano l'incasso di quanto vantato. Si può parlare di:
 - Rischio sovrano, ovvero il rischio che uno Stato adotti delle disposizioni o leggi che in qualche modo ostacolano i pagamenti dei corrispondenti nelle trattative commerciali;
 - Rischio di trasferibilità valutaria, relativo al caso in cui tali disposizioni non consentano al soggetto acquirente di trasferire il corrispettivo pattuito, oppure capitali e redditi relativi ad un investimento/disinvestimento. E' il caso di un embargo finanziario, che pone delle vere e proprie barriere nei canali interbancari (ad esempio SWIFT, come accaduto per alcuni istituti bancari Iraniani nel 2012).

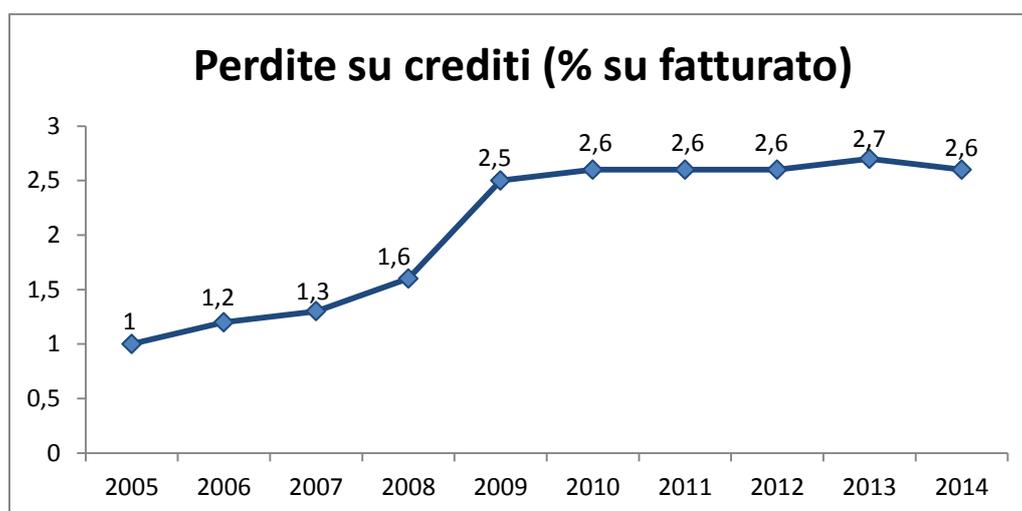
All'interno del rischio Paese possono rientrare anche eventi non economici, dovuti a decisioni puramente politiche, a conflitti, a trattati internazionali ecc., oppure eventi legati a variabili economiche, come il livello di debito pubblico, la bilancia dei pagamenti, il livello di inflazione, le riserve valutarie, il tasso di cambio ecc.

¹⁴ Garioni G., *Imprese e mercati internazionali: soluzioni finanziarie*; IPSOA, 2013.

2.2 Le perdite su crediti

Per avere un'idea di quanto questo tipo di rischio impatti sull'economia nel nostro Paese, basti sapere che nel 2014, le imprese italiane hanno iscritto a bilancio perdite su crediti per un ammontare pari a 35 miliardi di euro, ovvero il 2,6% del fatturato totale.¹⁵

Come si può notare dal grafico sottostante, tale valore è quasi triplicato rispetto ai valori pre-crisi.



Risk Index Italy 2014, Intrum Justitia

Nel 2013 le società di recupero crediti hanno avuto in carico pratiche per un valore complessivo di 48,6 miliardi di euro, cifra triplicata rispetto ai valori del 2007, anno pre-crisi, e superiore rispetto ai valori del 2012 del 13%.¹⁶

Secondo i dati di *Euler Hermes*, società di assicurazione dei crediti del Gruppo *Allianz*, dal 2007 al 2014 i mancati pagamenti nel mercato domestico italiano sono diminuiti del 63% per frequenza, aumentando però del 63% per severità (importo medio). Per quanto riguarda i mercati esteri, tale valore è diminuito per frequenza del 71%, ma l'importo medio è aumentato del 57%.¹⁷

Passando ai numeri, nell'anno 2014 l'importo medio dei mancati pagamenti nel mercato italiano ammontava a 21.000 euro, in lieve calo rispetto all'anno 2013.

¹⁵ Elaborazione Ufficio Studi CGIA su dati Intrum Justitia

¹⁶ Intrum Justitia e UNIREC, dati 20 Maggio 2014.

¹⁷ Report mancati pagamenti imprese italiane 2015, Euler Hermes.

Andando ad analizzare i settori merceologici più colpiti, le commodities hanno registrato un insoluto medio record, superando ampiamente i 50.000 euro, seguite dal comparto cartario e, a distanza, la chimica, la siderurgia e il food, che hanno subito perdite superiori al valore medio.

Nell'Export, le performance peggiori le hanno avute il settore chimico in primis (oltre 50.000 euro), seguito dalle commodities; la meccanica, la siderurgia, la carta e il sistema casa (elettronica, arredo ecc.), hanno registrato valori compresi tra 30.000 e 40.000 euro, ampiamente superiori alla media.¹⁸

Le perdite su crediti sono assai dannose per i flussi di cassa aziendali, e richiedono sforzi in termini di fatturato supplementare richiesto per compensare il mancato pagamento e mantenere l'equilibrio finanziario tanto maggiori, quanto più bassi sono i margini di guadagno dell'impresa (un'impresa con margini industriali del 15-20% non avrà particolari difficoltà a recuperare perdite su crediti pari al 2-3% sul fatturato, rispetto ad un'altra con redditività molto più bassa, ad esempio del 5%), senza contare che i ritardi e le insolvenze generano ulteriori costi per il recupero di tali crediti, in termini di costi del personale dedicato o per servizi in outsourcing.

2.3 I ritardi nei pagamenti

Se i valori degli insoluti e delle perdite su crediti (da considerare, tra l'altro, insieme al numero di fallimenti in Italia: una diminuzione degli insoluti non necessariamente significa una ripresa economica), già di per sé indicano un problema assai diffuso che le nostre imprese devono affrontare, uno sguardo alle tempistiche e ai ritardi medi nei pagamenti, accompagnato ad un confronto con i medesimi valori in altri Paesi europei e mondiali, possono far luce su una delle cause per le quali l'economia italiana stenta a ripartire, e gli investimenti (materiali ed immateriali, Ricerca & Sviluppo, innovazione ecc.) siano ai minimi storici, con tassi di crescita nell'ordine dei decimi di punto.

Esistono numerosi studi effettuati da società specializzate, che riguardano i comportamenti di pagamento in Italia, in Europa, e a livello globale, riguardanti

¹⁸ Report mancati pagamenti imprese italiane 2015, Euler Hermes.

enti pubblici e privati. Tali studi ed analisi solitamente prendono in considerazione i giorni medi di incasso di un credito (o *DSO, Days Sales Outstanding*), calcolati come rapporto tra l'ammontare di crediti commerciali e il fatturato complessivo, moltiplicato per il numero di giorni del periodo preso in considerazione (es. 360 per l'anno).

2.3.1 I ritardi nei pagamenti delle Pubbliche Amministrazioni

In Italia la situazione è piuttosto critica: le imprese che hanno avuto a che fare con amministrazioni o enti pubblici di vario genere (statali, locali, sanità, lavori pubblici ecc.), hanno riscontrato nel 2014 tempi medi di pagamento di 165 giorni, contro una media europea di 58 giorni (in Germania i debiti della Pubblica Amministrazione vengono saldati mediamente in 35 giorni); nel 2015 questi tempi sono scesi di 21 giorni a quota 144, cifra spaventosamente elevata rispetto alla media europea (38)¹⁹, se si considera che, in base alla Direttiva europea entrata in vigore in Italia nel 2013 con il *Decreto Legislativo n. 192/2012*, gli enti pubblici sono obbligati a saldare i debiti per beni e/o servizi acquistati da privati entro 30 giorni, o in casi particolari 60.²⁰

Di tanto in tanto vengono sbloccate delle risorse in modo tale da pagare i fornitori, ma dato che le aziende eseguono prestazioni di continuo, lo stock di debito resta alto: circa 70 miliardi²¹, un'ulteriore "tassa" a carico dei privati, che spesso si vedono costretti a ricorrere allo smobilizzo pro – soluto di tali crediti presso istituti bancari (con le relative procedure e costi, nonostante vi sia la garanzia dello Stato). Qualche sviluppo è stato possibile tramite l'introduzione della fatturazione elettronica e della piattaforma online per la certificazione dei crediti sorti nei confronti delle PA (la *Legge 89/2014* incentiva la monetizzazione dei crediti detenuti da aziende private verso la Pubblica Amministrazione), ma questi strumenti sono ancora poco utilizzati e poche sono le imprese che ricorrono alla cessione pro – soluto, a causa principalmente dei costi e della complessità delle procedure.

¹⁹ CGIA su dati Intrum Justitia e su dati web Amministrazioni Pubbliche, Asl, enti pubblici, autorità. (13/06/15)

²⁰ Direttiva 2011/7/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio

²¹ CGIA su dati Banca d'Italia (Relazione annuale 2014)

2.3.2 I ritardi nei pagamenti tra privati

Questo “malcostume” tutto italiano è diffuso anche nel settore privato; analizzando alcune ricerche sul comportamento nei pagamenti delle imprese infatti, è emerso che il tempo medio di pagamento registrato nelle transazioni commerciali è stato di 94 giorni, il doppio rispetto alla media europea, pari a 47 giorni.²²

Nel campione di società quotate analizzato da *Euler Hermes* tale cifra arriva a 99 giorni: in uno studio sul “*Global DSO*” in 11 settori differenti l’Italia compare all’ultimo posto sui 15 principali Paesi mondiali²³, mentre in un’altra classifica mondiale, che tiene in considerazione la difficoltà complessiva nell’incasso dei crediti nei diversi Paesi (abitudini di pagamento, tempi medi, normativa, disponibilità di dati finanziari attendibili, complessità, efficienza e tempestività dei tribunali nei procedimenti giudiziari e fallimentari ecc.), l’Italia figura al 27° posto su 44, con un punteggio pari a quello di Stati Uniti, Israele, Cile e Turchia²⁴; questo risultato è dovuto, oltre ai ritardi nei pagamenti, alla lentezza e alla complessità delle procedure giudiziarie atte al recupero delle somme vantate, con sentenze che arrivano dopo anni e costi elevati. In caso di insolvenza del debitore, è raro assistere a dinamiche di rinegoziazione del debito: il concordato preventivo, se non addirittura il fallimento, rimangono le opzioni più gettonate, e non di rado i creditori, piuttosto di attendere anni per recuperare somme esigue, iscrivono il credito a perdita, per poterlo utilizzare a fini fiscali.

Per quanto riguarda i settori maggiormente interessati dai ritardi nei pagamenti, ai primi posti figurano la chimica e le tecnologie, con una media di 148-149 giorni di DSO; in seguito le telecomunicazioni, con 118 giorni, l’edilizia con 102 ecc.

Ad eccezione dell’Automotive, nell’anno 2014 le società italiane avevano valori nettamente superiori alla media per ogni settore, e questo è un forte handicap per la concorrenza a livello globale, che va ad aggiungersi alla lunga lista di fattori che frenano l’economia del nostro Paese.

²² CGIA su dati Intrum Justitia

²³ Global DSO Heat Map, 2014; dati Bloomberg ed Euler Hermes

²⁴ Euler Hermes Econ. Outlook n. 1213: *International Debt Collection, “The Good, The Bad and The Ugly”*. Dec 2014

2.4 Gli effetti dei ritardi nei pagamenti sull'economia italiana

In particolar modo questi ritardi nell'incasso dei pagamenti hanno come conseguenze: la riduzione della liquidità disponibile, che si stima coinvolga 3,4 milioni di imprese in Italia (pari al 76% del totale), l'assenza di nuovi posti di lavoro per 1,7 mln di imprese (39% del totale), se non addirittura il licenziamento del personale (900.000 imprese coinvolte, pari al 20%). Il rischio di fallimento come effetto dei ritardi di pagamento da clienti è stimato per il 15% del totale delle imprese, ovvero 700.000.²⁵

2.5 Differenze tra clientela italiana e clientela estera nelle abitudini di pagamento

Atradius, società di assicurazione dei crediti olandese, ha analizzato i trend delle vendite a credito di aziende italiane *Business-to-Business*, suddividendole tra mercato nazionale ed export ed effettuando dei raffronti con altri Paesi dell'Europa Occidentale (il campione era costituito per più del 90% da micro o PMI)²⁶: da quanto emerso, le imprese italiane sono meno propense a vendere a credito a clienti esteri di quanto non lo siano per i clienti "domestici".

La percentuale di vendite a credito sul totale degli scambi commerciali tra aziende in Italia aveva subito un calo nel 2014, ma nel 2015 è salita ulteriormente di 15 punti percentuali, arrivando al 55,7% (contro una media dell'Europa Occidentale del 44,9), mentre per quanto riguarda gli scambi internazionali tale percentuale scende al 38,9%, in linea con la media (37,7%).

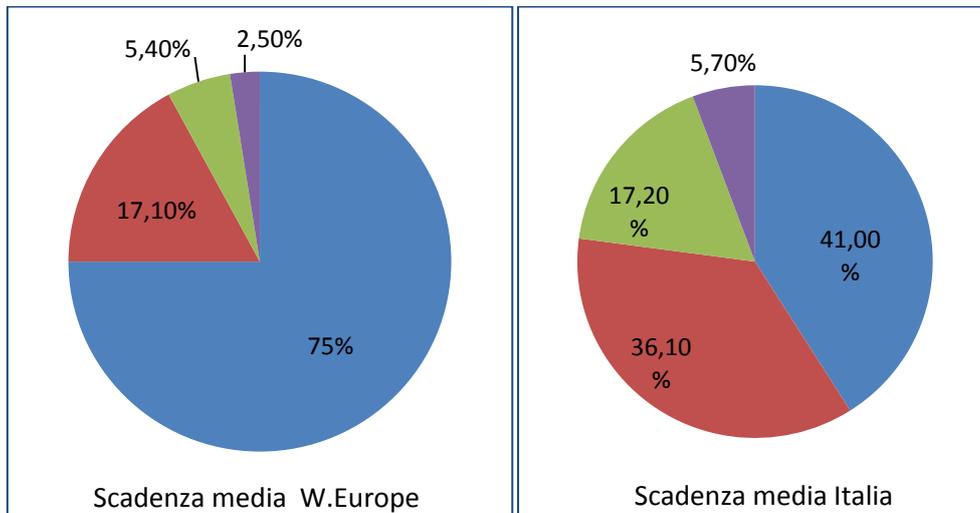
Questo dato non può essere considerato in modo isolato (la Danimarca, ad esempio, vende a credito per il 66,8% delle vendite), ma va affiancato ad una suddivisione per scadenze di tali crediti.

²⁵ Elaborazione Ufficio Studi CGIA su dati Intrum Justitia e Istat.

²⁶ Barometro Atradius sui comportamenti di pagamento B2B a livello internazionale, risultati Primavera 2015

Average Payment Term – Western Europe and Italy ²⁷

■ 1-30 giorni ■ 31-60 giorni ■ 60-90 giorni ■ Oltre 90 giorni



A questo naturalmente va aggiunto il ritardo sui pagamenti, per arrivare ad un DSO medio per le aziende del campione di 72 giorni, pari a quello della Grecia.

Su questo c'è da dire che la clientela estera si è dimostrata leggermente più veloce nei pagamenti e con una percentuale minore di insoluti. Le fatture a clienti esteri risultano insolute alla scadenza nel 44,5% dei casi (quelle nel mercato interno nel 50,2%), ma tendono ad essere pagate qualche giorno prima rispetto a quelle domestiche.

2.6 Le cause dei mancati pagamenti

E' interessante osservare le cause dei mancati pagamenti e come esse cambino prendendo in considerazione i clienti B2B italiani e quelli esteri: nel caso di questi ultimi infatti, le percentuali di coloro che giustificano il mancato o il ritardato pagamento comunicando un'insufficiente disponibilità di risorse liquide calano da un 73% dei clienti italiani a un 48,3% di clienti esteri, come calano i mancati pagamenti a causa di un'insolvenza di diritto del cliente (dal 24,6% domestico al 16,4% estero) o di una "consuetudine", consistente nell'utilizzare le fatture scadute come forma di finanziamento, piuttosto che con banche o altri soggetti terzi; ad aumentare, tra la clientela italiana e quella estera, sono invece le percentuali dei clienti che attribuiscono i ritardi nei pagamenti alla complessità dei mezzi di

²⁷ Atradius Payment Practice Barometer 2015

pagamento (25%), alle inefficienze del sistema bancario (25,9%), a dispute sulla qualità dei beni e/o dei servizi forniti (10,3%) o alla non-coincidenza tra merce inviata e quanto concordato nel contratto (11,2%), a informazioni non corrette sulle fatture (11,2%), a fatture inviate a persone sbagliate (12,9%).²⁸

Questa è la prova che, soprattutto nel caso dei clienti esteri, questi ritardi non dipendano tanto (o non solo) da difficoltà economiche del compratore, ma anche da prassi commerciali, da trattative non formalizzate adeguatamente, da errori nelle spedizioni o da inefficienze nei sistemi informativi e contabili. In alcuni casi le cause sono piuttosto banali (è cambiato l'indirizzo della sede amministrativa del cliente, oppure il cliente attende un avviso o un sollecito da parte del venditore per procedere al pagamento ecc.), si tratta di capire quali siano, per poi risolverle il più rapidamente possibile, perché in questi casi il tempo è veramente denaro.

2.7 Un focus sulle PMI

Una visione realistica proviene da uno studio effettuato nel 2014 da Cerved, provider di informazioni commerciali ed agenzia di rating italiana (ma di proprietà di gruppi finanziari britannici), sulle PMI italiane, classe di imprese che, complessivamente, rappresenta un quinto di coloro che hanno depositato un bilancio valido, che genera un valore aggiunto di 189 miliardi di euro (pari al 12% del PIL) e che da lavoro a quasi 4 milioni di addetti.²⁹

Dai dati del campione di 143.542 imprese con fatturato compreso tra 2 e 50 milioni di euro, emerge un miglioramento nelle abitudini di pagamento delle PMI italiane e una maggiore cautela nel concedere credito commerciale, con una selezione delle controparti in base al rischio e termini più stringenti.

Un dato che fa riflettere è che, nonostante tutte le avversità, le PMI siano più puntuali a pagare rispetto alle grandi imprese, che possono utilizzare la propria forza contrattuale per spuntare condizioni di pagamento favorevoli (solitamente entro i 30 giorni).³⁰

²⁸ Atradius Payment Practices Barometer – Spring 2015

²⁹ Rapporto Cerved PMI 2014, numero di imprese aggiornato al 2012

³⁰ Rapporto Cerved PMI, primo semestre 2015

Secondo una logica che si potrebbe definire “capitalismo darwiniano”, la crisi ha provocato una selezione naturale delle Piccole e Medie Imprese, eliminando quelle finanziariamente più fragili, con bilanci rischiosi, e lasciando le più solide in termini di redditività, indebitamento, patrimonializzazione e generazione di flussi di cassa.

Ciò va di pari passo con la concessione di credito da parte delle banche: i criteri imposti dagli accordi di Basilea non lasciano spazio a realtà dagli indici di rischio troppo alti, ma per le aziende virtuose, il credito esiste ed anzi è in lieve aumento.

Per quanto insensibile si possa ritenere quest’ottica, questo è quanto è accaduto; ciò che conta veramente adesso è che queste imprese, unitamente ad altre di nuova costituzione e di mentalità da nuovo millennio, vadano a colmare il gap economico, occupazionale e sociale degli ultimi 8 anni.

Nonostante le indicazioni dell’Unione Europea per creare un mercato più omogeneo e competitivo a livello globale, l’Italia non è ancora in grado di competere “ad armi pari” con i propri partner.

2.8 La percezione del rischio di credito nelle imprese

Una volta osservati i dati numerici comprovanti l’estrema rilevanza del rischio di credito all’interno di un’azienda di qualsiasi dimensione, è interessante capire se e come questa tipologia di rischio sia percepita dalle stesse imprese, soprattutto tra quelle medio-piccole.

Secondo uno studio sul risk management nelle medie imprese manifatturiere effettuato nella seconda metà del 2014³¹, su un campione di 257 imprese con fatturato compreso tra 20 e 330 milioni di euro e una quota media di export del 45%, sembra che a livello di macro-rischi, quelli finanziari siano preceduti, in ordine di importanza, dai rischi informatici, legali ed operativi:

³¹ Osservatorio sul Risk Management nelle medie imprese manifatturiere, Cineas e Mediobanca, 2015

Macro Area di rischio	Percezione da parte delle medie imprese
Informatico	67,1%
Legale	65,9%
Operativo/produttivo	60,7%
Finanziario	58,0%
Presidio mercati esteri	53,9%
Reputazionale	47,8%

Fonte: Oss. Cineas/Mediobanca 2015

Questo - viene riportato nello studio – perché le medie imprese hanno una maggior solidità finanziaria e rapporti con le banche molto consolidati, definendosi “Investment grade”, nel 63% dei casi o di rischio intermedio, nel 32% dei casi. Il rischio che varino le condizioni di erogazione del credito è percepito da poco più della metà delle imprese del campione (57,7%).

Andando però ad indagare sui singoli rischi percepiti come rilevanti da parte delle stesse imprese, si può osservare come al secondo posto, dopo la sicurezza sul lavoro (73,1% degli intervistati), venga la solvibilità dei clienti (70,7% degli intervistati).

Per quanto riguarda la redditività delle imprese che adottano tecniche di risk management nei riguardi dei rischi finanziari, le società con un alto presidio del rischio hanno registrato un ROI superiore del 16,3% rispetto a quello delle società con basso presidio di tale rischio.³²

Un dato curioso che emerge da questo studio è come le medie imprese facenti parte del settore agroalimentare, ovvero uno tra i meno interessati dai ritardi nei pagamenti e dagli insoluti (pur dopo alcuni anni delicati, tra fallimenti e riassetamenti nella GDO), sia più propenso a monitorare la solvibilità dei clienti rispetto ad imprese del settore chimico, nonostante abbia registrato dei valori record sia per quanto riguarda gli insoluti medi che per i ritardi nei pagamenti (tra 125 e 150 giorni di media).³³

Ampliando l’orizzonte e passando ad uno studio su un panel di 701 imprese di manifatturiero, commercio, servizi e costruzioni, con un fatturato nell’80% dei casi

³² Osservatorio sul Risk Management nelle medie imprese manifatturiere, Cineas e Mediobanca, 2015

³³ Euler Hermes, Global DSO Heat map.

inferiore ai 10 milioni di euro³⁴, si nota come la percezione nei confronti del rischio finanziario e, nello specifico, del rischio di credito, aumenti: il 77,8% delle imprese nel 2013 ha dichiarato di essere esposto al rischio di credito, percentuale nettamente più alta di quella relativa ai rischi operativi, strategici e normativi ed in aumento rispetto al 29,7% dell'anno precedente, come è in aumento la percentuale di imprese che ha subito problemi di liquidità (dal 15% nel 2012 al 42% nel 2013). Di conseguenza, dal 2012 al 2013, i rischi finanziari sono quelli che hanno assorbito maggiori risorse, circa la metà delle spese per il risk management complessivo.

Il problema è che, pur essendo le piccole imprese più soggette a questa tipologia di rischio, tali spese per farvi fronte sono cresciute – in proporzione al fatturato – in modo minore all'interno di esse rispetto alle aziende più grandi, questo principalmente per l'insostenibilità dei costi (ad esempio, di assunzione di personale dedicato o di servizi esterni o per coperture assicurative), nonché per una sproporzione tra tali costi e i relativi benefici.

I rischi all'interno delle PMI nel 2013 venivano essenzialmente individuati grazie alle esperienze passate (72,6%) o analizzando i processi aziendali (38,6%), cercando di prevedere la probabilità che eventi dannosi potessero verificarsi (50%) e il loro impatto economico – finanziario (70%); nel caso dei rischi legati alle finanze, essi venivano poi trasferiti (41,3% dei casi), ridotti (35,9%), mitigati (24,9%), o non assunti (16,1%), in modo marginale venivano accettati o condivisi (rispettivamente 8,8% e 7,1%).

Per quanto riguarda le modalità operative tramite le quali avvenisse il controllo o la gestione dei rischi finanziari non si hanno molti dettagli, ma all'interno delle categorie dei rischi coperti da polizza assicurativa – prevalentemente legati alle fasi operative, logistiche, a danni o a responsabilità civile – si leggeva un 16,6% riguardante l'assicurazione sui crediti, evidentemente in crescita negli anni recenti visto i tassi di default negli ultimi anni e grazie anche a campagne di sensibilizzazione e formazione da parte di società assicurative o broker.

³⁴ Osservatorio Politecnico di Milano-Cineas sul Risk Management nelle PMI italiane, II Edizione, Marzo 2014

Per concludere, dall'analisi di questi dati e ricerche emergono numerose incongruenze, tra quanto affermato dagli attori coinvolti, le azioni in seguito intraprese ed i risultati a consuntivo. Per quanto possa risultare complesso, data la frenesia del mondo imprenditoriale italiano (soprattutto nelle piccole realtà), l'innamoramento verso i propri prodotti e l'avversione al cambiamento dei processi che hanno portato a buoni risultati in passato, sarebbe opportuno fermarsi un attimo a riflettere, a comprendere ciò che sta accadendo nel mondo, per non vanificare gli sforzi e l'operato di anni e di generazioni di imprenditori.

CAPITOLO 3

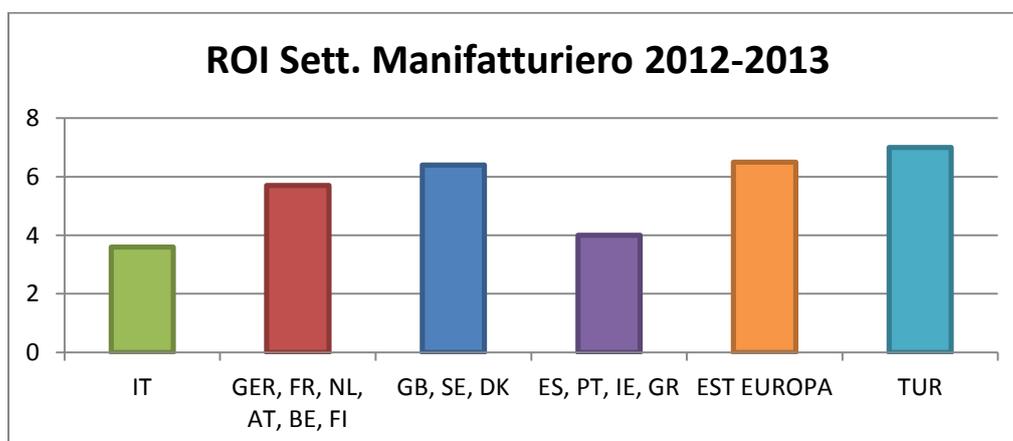
L' EFFETTO DELLE PERDITE SU CREDITI SULLA STRUTTURA ECONOMICO – FINANZIARIA E SULLE PERFORMANCE DELLE IMPRESE ITALIANE

Si vuole qui dimostrare come un alto livello di capitale circolante e di crediti commerciali (anche se contro-bilanciati da paragonabili importi di debiti verso fornitori) non sia sostenibile date le condizioni e la struttura economico – finanziaria della tipica impresa italiana, e si vuole proporre una soluzione.

Per quanto si possa gioire degli ottimi risultati ottenuti sui mercati esteri (flussi di export), grazie soprattutto all'elevata specializzazione produttiva e alle eccellenze del Made in Italy, ragionando in un'ottica di lungo periodo non si può fare a meno di cogliere gli elementi che non consentono alle imprese italiane di competere "ad armi pari" con le concorrenti europee.

3.1 La redditività media delle imprese italiane

Le imprese italiane possono vantare tassi medi di crescita del fatturato molto alti, anche superiori rispetto ad altri Paesi Europei; paradossalmente però, esse non sono in grado di produrre flussi di reddito altrettanto elevati³⁵: la marginalità (EBITDA/MOL ed EBIT) e la redditività (ROE e ROI), sono mediamente inferiori rispetto ai medesimi indicatori dei competitors tedeschi, francesi ed inglesi³⁶.



Fonte: Prometeia e Intesa S. Paolo, Maggio 2015

³⁵ Banca d'Italia - La situazione economico-finanziaria delle imprese italiane nel confronto internazionale, 2010

³⁶ Studio Prometeia e Intesa S.Paolo - Rapporto Analisi dei Settori Industriali – Maggio 2015

Gli svantaggi competitivi che si manifestano in questa accentuata disparità nei margini di profitto sono numerosi.

In Italia, più che negli altri Paesi, è estremamente complesso ridurre i costi di produzione, soprattutto:

- il costo del lavoro, per il quale la legislazione italiana è molto protettiva (per scongiurare conseguenze di tipo sociale), seppure nel recente periodo siano state varate delle riforme per una maggiore flessibilità (o precarietà, che dir si voglia) del mercato del lavoro. In Italia negli ultimi anni il salario medio ha seguito di pari passo l'inflazione, pertanto il salario reale medio è rimasto sostanzialmente invariato³⁷; è da tenere presente inoltre l'effetto del cuneo fiscale, che ad un aumento dello stipendio lordo, ovvero del costo del lavoro sostenuto dall'impresa, non fa corrispondere un aumento proporzionale dello stipendio in busta paga del lavoratore; la Germania, al contrario, nell'ultima decina di anni ha adottato politiche di mantenimento se non addirittura di riduzione dei salari medi (ad un aumento della produttività non è seguito un adeguamento dei salari), promuovendo al contempo forme di lavoro precario o "mini-jobs" che ne accentuavano l'effetto.
- la bolletta energetica, che negli ultimi 8 anni è stata sempre superiore rispetto a quelle francesi e tedesche da un minimo di 10% ad un massimo di quasi 100% (in un confronto tra costi dell'energia elettrica tra medie imprese italiane e francesi del 2007, le colleghe transalpine avevano un costo per kWh di 0,0541 €, a fronte di una spesa italiana di 0,1027³⁸), a causa di una politica energetica italiana frammentata ed inefficiente.

Come se non bastasse, dall'adozione dell'euro, la Germania ha beneficiato di una svalutazione competitiva sul tasso di cambio, sostituendo un marco forte e quindi poco promettente per le esportazioni, con un euro più debole; di questo aspetto ha sempre fatto tesoro, spesso a scapito di altri Paesi europei suoi partner (tra cui l'Italia) a cui esportava – ed esporta – i suoi prodotti.

³⁷ Eurostat

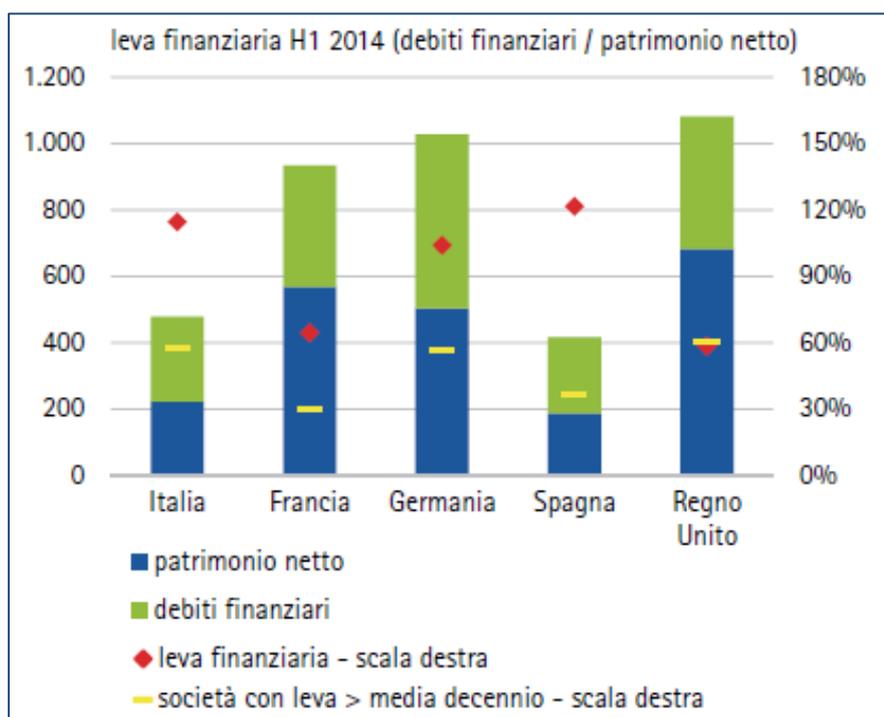
³⁸ Eurostat

A causa di questi fattori, in aggiunta alla necessità da parte delle aziende italiane di rivedere i processi produttivi e logistici al fine di ridurre costi e sprechi, è risultato complicato efficientare la produzione ed aumentare i margini operativi.

3.2 L'indebitamento finanziario e il leverage

Le imprese italiane, come aspetto ormai consolidato, detengono un grado di leverage di gran lunga più elevato rispetto ai competitors europei, complice una diffusa sotto-capitalizzazione (per quanto negli ultimi due anni gli aumenti di capitale ci siano stati): il divario per la leva finanziaria tra l'Italia e gli altri Paesi dell'Area Euro ha un valore medio di 10 punti percentuali, ma questo va ad aumentare prendendo in considerazione le micro e piccole imprese, arrivando a 15 punti percentuali³⁹.

L'esposizione debitoria inoltre, mostra una percentuale cospicua di debiti a breve termine ed una predilezione per il credito bancario rispetto ad altre forme di finanziamento, come l'emissione di titoli di debito o obbligazioni/bonds.



Leva finanziaria società quotate, Fonte: Consob

³⁹ Banca d'Italia - Rapporto sulla stabilità finanziaria, Novembre 2015.

3.3 Il costo del debito e la copertura degli interessi passivi

I tassi di interesse medi sui finanziamenti alle imprese (per cifre inferiori al milione di euro, ma anche al di sopra di tale valore) sono più alti di quelli tedeschi (di 180 punti base) e francesi (di 190 punti base)⁴⁰, ciò, unito all'elevata quantità di debito, va ad aumentare l'impatto degli oneri finanziari nel conto economico in modo maggiore rispetto ai concorrenti.

Nonostante i differenziali tra i tassi si stiano allineando, gli ultimi anni di ristrettezza nelle concessioni del credito, con tassi, spese e garanzie accessorie a livelli elevati hanno gravato non poco sui bilanci delle imprese italiane.

Per quanto riguarda le Pmi, esse pagano infatti al 4,5% il tasso di interesse per un prestito bancario da 1 a 5 anni rispetto a meno del 3% per una Pmi francese o tedesca⁴¹. Lo spread di costo tra PMI e grandi imprese italiane a fine 2014 era molto più elevato rispetto alle imprese francesi e tedesche, arrivando a 1,4 punti percentuali, contro 1,16 della Germania e 0,77 della Francia.⁴²

Questo fattore è naturalmente collegato al livello di indebitamento già posseduto dalle imprese italiane, che le rende più rischiose e più fragili finanziariamente, soprattutto in assenza di adeguati flussi di cassa a remunerazione del capitale di terzi. Il razionamento del credito bancario è avvenuto in modo disomogeneo tra settori produttivi ed aree geografiche.

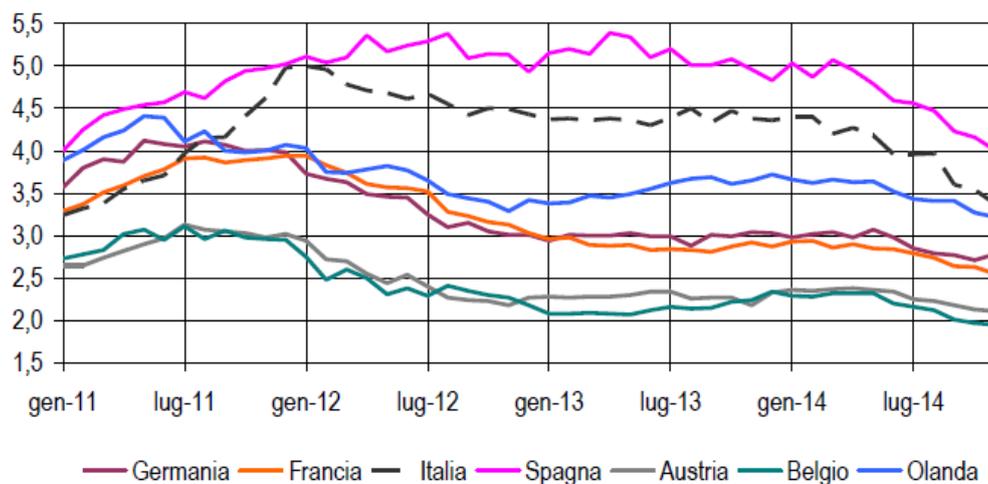
Le micro e piccole imprese non hanno potuto certamente beneficiare della riduzione ai tassi di interesse operata dalla Banca Centrale Europea, cosa che invece hanno fatto le grandi aziende, che ora si trovano con livelli di liquidità a basso costo ai massimi storici, detenuta per sfruttare opportunità di business al momento giusto (di ripresa dell'economia globale).

⁴⁰ Ministero dello Sviluppo Economico, settembre 2014

⁴¹ Euler Hermes, 2015

⁴² CER su dati BCE

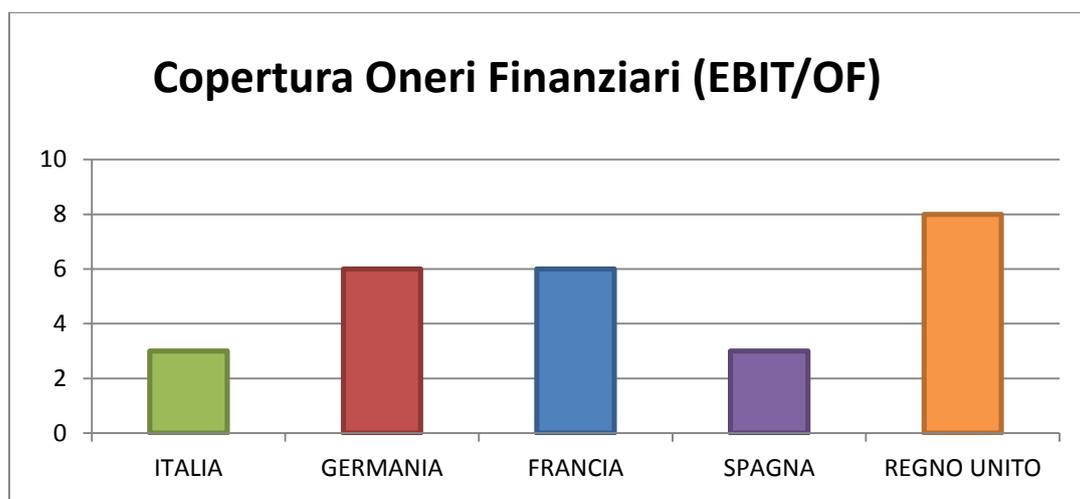
Grafico 5. Il costo del credito alle PMI in Italia e in altri paesi dell'Eurozona (crediti sotto il milione di euro)



Fonte: elaborazioni CER su dati BCE.

Una bassa redditività associata ad un elevato costo del debito rendono insostenibili gli alti livelli di indebitamento, e questa “vulnerabilità finanziaria” è dimostrata dall’indicatore EBIT/Oneri Finanziari, prediletto dagli istituti di credito per la concessione di nuovi finanziamenti, unitamente all’indice Indebitamento/EBITDA o ai livelli della Posizione Finanziaria Netta (PFN).

Se il reddito operativo (EBIT) medio delle imprese quotate italiane copre solo per tre volte gli oneri finanziari, il medesimo valore è di gran lunga superiore per le imprese tedesche e francesi (EBIT/OF=6) e per quelle inglesi (EBIT/OF = 8). Per l’80% delle imprese italiane inoltre, questo indicatore è peggiorato negli ultimi anni ed è inferiore alla media di lungo periodo.⁴³



Fonte: Consob

⁴³ Relazione Annuale Consob - 2014

3.4 L'investimento in Capitale Circolante Netto Operativo

Un eccessivo investimento in capitale circolante (tipico delle aziende italiane) ed una gestione inefficiente degli incassi può creare ingenti crisi di liquidità, in ragione del fatto che il livello di indebitamento finanziario a breve nei confronti delle banche è elevato rispetto ad altri Paesi dell'area Euro o degli Stati Uniti. ^{44 45}

46

Le dilazioni sui crediti concesse ai clienti possono essere ribaltate sui fornitori, e in effetti osservando i dati a livello globale sui livelli di capitale circolante, l'Italia è il Paese con i livelli più alti sia di crediti che di debiti commerciali⁴⁷; oltre a questo si deve tenere conto delle rimanenze, che pesano sui bilanci aziendali.



Fonte: PwC

⁴⁴ C.Arlotta – La struttura finanziaria delle imprese; ODEC Milano, 23 Congresso di AMA, 2014.

⁴⁵ Banca d'Italia – La situazione economico – finanziaria delle imprese italiane nel confronto internazionale, 2010.

⁴⁶ MedioBanca – Dati cumulati di 2055 Società Italiane, 2015.

⁴⁷ PwC – Cash for growth Annual Global Working Capital Survey, 2014.

Sebbene alcune ricerche^{48 49} mostrino un generale equilibrio tra condizioni di pagamento concesse ai clienti, condizioni richieste ai fornitori, ed investimento in scorte (tanto da ottenere un effetto complessivo o punteggio in termini di CCNO e di *Days of Working Capital* migliore rispetto alla Germania, anche grazie ad una migliore gestione del magazzino) ed anzi definiscano questi risultati semplicemente un diverso atteggiamento delle imprese italiane nel gestire il proprio business (che apparentemente funziona), questi dati riguardano prevalentemente grosse imprese o società quotate, che a contrazioni nei volumi di vendita e negli incassi possono contrapporre l'imposizione di condizioni di pagamento gravemente dilazionate ai propri fornitori grazie alla propria forza contrattuale.

Per imprese di più ridotte dimensioni (la maggioranza delle imprese italiane), le sorti sono invertite: ad alti DSO non sempre corrispondono ancor più alti DPO, e questo genera una tensione nel cash flow ed un conseguente fabbisogno di capitale proprio o di terzi a copertura del circolante.

Questo viene dimostrato ampliando il campione di riferimento, ovvero comprendendo anche piccole e medie imprese⁵⁰: nonostante i tempi biblici di pagamento dei fornitori, fino al 2013 l'Italia risultava il Paese con le tensioni sul cash flow (intese come differenza tra DSO e DPO) più alte in Europa poiché, escludendo alcuni settori evidentemente più forti nelle contrattazioni come l'automotive o i trasporti aerei, gli altri presentavano divari piuttosto ampi tra tempistiche di incasso da clienti e di pagamento dei fornitori.

Si può dire che per sostenere degli alti livelli di capitale circolante da un lato, e di indebitamento dall'altro, si debba obbligatoriamente raggiungere maggiori livelli di redditività, e di copertura degli oneri finanziari (con efficientamenti della produzione, scegliendo nicchie di prodotti più innovativi rispetto alla concorrenza e più profittevoli, tali da giustificare prezzi maggiori, ecc.), anche rispetto agli altri Paesi europei; certamente non si potrebbe dire lo stesso con i livelli di margini operativi lordi di alcune imprese, che a causa della crisi si sono ridotti all'osso:

⁴⁸ 2015 Europe REL Working Capital Survey

⁴⁹ PwC – Cash for growth Annual Global Working Capital Survey, 2014

⁵⁰ Euler Hermes – Payment periods in Europe, wide gaps; 2012.

questo rappresenta a tutti gli effetti uno svantaggio competitivo (si hanno a disposizione meno risorse liquide per effettuare investimenti, ricerca e sviluppo, nuove assunzioni ecc.), e un fattore che a lungo andare può generare crisi di liquidità, soprattutto in presenza di preponderante debito a breve termine.

La strategia più efficace in ogni caso è raggiungere un adeguato livello di autofinanziamento.

Per quanto riguarda l'esposizione in crediti commerciali, più essi sono utilizzati, con lunghe dilazioni, scarsi controlli sulla solvibilità dei clienti o senza adeguate coperture, maggiore è la probabilità che si generino perdite o che tali crediti diventino inesigibili.

Il peso economico di queste perdite è tanto maggiore quanto più bassi sono i margini operativi dell'azienda: una perdita di 20mila euro su un fatturato di un milione potrà sembrare poca cosa, ma per recuperarla, un'impresa con un margine operativo lordo del 10% dovrà fatturare 200mila euro aggiuntivi, mentre un'impresa con un margine del 5% dovrà fatturarne altri 400mila.

Nuovamente, si tratta di uno svantaggio competitivo nei confronti, ad esempio, di imprese tedesche o francesi meno indebitate, più redditive e con perdite su crediti notevolmente inferiori (meno di un terzo rispetto alla media italiana).

Se poi si considerano anche gli effetti delle variazioni del capitale circolante netto operativo si individuano le potenziali entrate di cassa che potrebbero finanziare investimenti, progetti di R&S ecc.

Questo è il motivo per cui si consiglia di ridurre l'esposizione in crediti commerciali, le dilazioni, aumentando al contempo la qualità del proprio portafoglio crediti per evitare perdite.

3.5 Un esempio numerico

Si fornirà ora un esempio numerico di quanto appena riportato:

Si considerino tre imprese appartenenti allo stesso settore (manifatturiero), alle quali vengano assegnati valori economici e finanziari verosimilmente riscontrabili in imprese italiane per la prima, tedesche per la seconda, e francesi per la terza impresa.

Partendo da un medesimo livello di fatturato, verrà analizzata la struttura del Conto Economico, dello Stato Patrimoniale, e una porzione di Rendiconto Finanziario relativa alla gestione reddituale di due esercizi consecutivi, per verificare se siano in grado di generare sufficienti flussi di cassa per effettuare investimenti, o se debbano ricorrere al finanziamento tramite mezzi propri, tramite finanziamento bancario o tramite emissione di titoli.

Durante il secondo esercizio verranno introdotte delle perdite su crediti impreviste, proporzionali all'esposizione complessiva e alla qualità/solvibilità dei crediti stessi⁵¹ e se ne osserveranno gli effetti economici e finanziari.

DATI	IMPRESA 1	IMPRESA 2	IMPRESA 3
FATTURATO	1.000.000 €	1.000.000 €	1.000.000 €
di cui vendite a credito	500.000 €	250.000 €	300.000 €
MOL/RICAVI	8%	10,5%	10%
DEBITI FINANZIARI	400.000 €	400.000 €	300.000 €
Tasso Medio sui Fin.	5%	3,50%	3%
IMPOSTE SULL'UTILE D'ES.	35%	27%	30%

Nella prima impresa si può notare un peso dei costi operativi superiore rispetto alle altre due, questo per un'incidenza maggiore dei costi del lavoro (salari e oneri contributivi) ed energetici), nonché ad alcune inefficienze produttive.

Pur avendo costi di struttura simili (ammortamento), l'impresa 1 procede a maggiori svalutazioni per mettere in evidenza minori valori di presunto realizzo di crediti in contenzioso o in sofferenza. Sempre l'impresa 1, a fronte dell'elevato

CONTO ECONOMICO N		% RICAVI
RICAVI	1000000	
COSTI OPERATIVI	920000	
MOL/EBITDA	80000	8,00%
AMMORT. E SVALUTAZIONI	25000	
RISULTATO OPERATIVO/EBIT	55000	5,50%
ONERI FINANZIARI	20000	2,00%
UTILE ANTE IMPOSTE	35000	3,50%
IMPOSTE	12250	
UTILE	22750	2,28%

indebitamento e della sua particolare rischiosità agli occhi delle banche, paga a fronte di finanziamenti dello stesso tipo, 1,5 e 2 punti percentuali in più rispetto alle colleghe che, tra l'altro, sono anche più patrimonializzate.

⁵¹ Come da dati Ricerca Atradius "European Payment Practices Barometer" 2015.

CONTO ECONOMICO N		% RICAVI
RICAVI	1000000	
COSTI OPERATIVI	895000	
MOL/EBITDA	105000	10,50%
AMMORT. E SVALUTAZIONI	20000	
RISULTATO OPERATIVO/EBIT	85000	8,50%
ONERI FINANZIARI	14000	1,40%
UTILE ANTE IMPOSTE	71000	7,10%
IMPOSTE	19170	
UTILE	51830	5,18%

Per questo motivo, l'indice di copertura degli oneri finanziari (EBIT/OF) nel suo caso è pari a 2,75, contro un indice di 5,95 per l'impresa 2 e di 8,89 per l'impresa tre, visibilmente meno rischiose.

CONTO ECONOMICO N		% RICAVI
RICAVI	1000000	
COSTI OPERATIVI	900000	
MOL/EBITDA	100000	10,00%
AMMORT. E SVALUTAZIONI	20000	
RISULTATO OPERATIVO/EBIT	80000	8,00%
ONERI FINANZIARI	9000	0,90%
UTILE ANTE IMPOSTE	71000	7,10%
IMPOSTE	21300	
UTILE	49700	4,97%

CONTO ECONOMICO N+1		% RICAVI
RICAVI	1000000	
COSTI OPERATIVI	920000	
PERDITE SU CREDITI	12500	1,25%
MOL/EBITDA	67500	6,75%
AMMORT. E SVALUTAZIONI	25000	
RISULTATO OPERATIVO/EBIT	42500	4,25%
ONERI FINANZIARI	20000	
UTILE ANTE IMPOSTE	22500	2,25%
IMPOSTE	7875	
UTILE	14625	1,46%

Introducendo nell'esercizio (n+1) delle perdite su crediti pari al 2,5% dell'esposizione complessiva per l'impresa 1, allo 0,7% per l'impresa 2 e allo 0,9% per l'impresa 3 ⁵², si nota come la già risicata marginalità operativa dell'impresa 1 cali ulteriormente, e con essa la

⁵² Come da dati Ricerca Atradius "European Payment Practices Barometer" 2015

CONTO ECONOMICO N+1		% RICAVI
RICAVI	1000000	
COSTI OPERATIVI	895000	
PERDITE SU CREDITI	1750	0,18%
MOL/EBITDA	103250	10,33%
AMMORT. E SVALUTAZIONI	20000	
RISULTATO OPERATIVO/EBIT	83250	8,33%
ONERI FINANZIARI	14000	
UTILE ANTE IMPOSTE	69250	6,93%
IMPOSTE	18697,5	
UTILE	50552,5	5,06%

CONTO ECONOMICO N+1		% RICAVI
RICAVI	1000000	
COSTI OPERATIVI	900000	
PERDITE SU CREDITI	2700	0,27%
MOL/EBITDA	97300	9,73%
AMMORT. E SVALUTAZIONI	20000	
RISULTATO OPERATIVO/EBIT	77300	7,73%
ONERI FINANZIARI	9000	
UTILE ANTE IMPOSTE	68300	6,83%
IMPOSTE	20490	
UTILE	47810	4,78%

STATO PATRIMONIALE 31/12/n+1			
CASSA	50000	DEBITI COMM.	180000
CREDITI	300000	DEBITI FIN.	400000
MAGAZZINO	250000		
IMMOB.	350000	PN	170000
TOT.	950000	TOT.	950000

DSO	DIO	DPO	DWC
109,50	124,69	84,02	150,17

STATO PATRIMONIALE 31/12/n+1			
CASSA	80000	DEBITI COMM.	80000
CREDITI	90000	DEBITI FIN.	400000
MAGAZZINO	300000		
IMMOB.	480000	PN	470000
TOT.	950000	TOT.	950000

DSO	DIO	DPO	DWC
32,85	174,78	38,38	169,25

copertura degli Oneri Finanziari (che arriva a 2,13), mentre l'impresa 2 e l'impresa 3 non risentono molto dell'imprevisto, grazie all'adozione di efficaci criteri di valutazione e scelta dei clienti e di mezzi di pagamento tutelanti.

Andando ora ad analizzare la struttura dello Stato Patrimoniale delle tre imprese, si può notare le differenze in termini di livelli e composizione del capitale circolante netto operativo, nonché della struttura finanziaria (mix tra capitale proprio e debiti): a causa delle forti dilazioni concesse ai propri clienti e di inefficaci procedure di *collection* (solleciti, blocco degli

STATO PATRIMONIALE 31/12/n+1			
CASSA	100000	DEBITI COMM.	110000
CREDITI	170000	DEBITI FIN.	300000
MAGAZZINO	270000		
IMMOB.	410000	PN	540000
TOT.	950000	TOT.	950000

ordini ecc.)

che portano a gravi ritardi nei pagamenti, l'attivo dell'impresa 1 si trova così appesantito da crediti verso clienti per un ammontare complessivo di circa il 30%

DSO	DIO	DPO	DWC
62,05	128,82	52,48	138,39

sul totale; in parte ciò è compensato dalle dilazioni richieste ai fornitori, i quali però, a causa delle maggiori dimensioni e della maggiore forza contrattuale, non hanno prolungato il periodo di pagamento quanto concesso invece ai clienti dell'impresa 1.

A questo va sommato l'effetto della gestione delle rimanenze in magazzino, le quali però vengono gestite in modo più efficiente dall'impresa 1 (in base ad una logica di approvvigionamento "*Just in time*"), rispetto a quanto accade all'interno delle altre due. Il risultato combinato di questi tre fattori porta ad un livello di Capitale Circolante Netto Operativo per l'impresa 1 di 370.000€, ed una durata del ciclo commerciale (*Days of Working Capital - DWC*) di 150 giorni.

Nel caso dell'impresa 2 la gestione dei pagamenti sia in entrata che in uscita è molto più rapida (anche per effetto dell'introduzione della direttiva comunitaria 2011/7/UE sui pagamenti), quindi l'effetto del DSO e DPO è complessivamente positivo; in questo caso però, è il magazzino a pesare molto (*Days of Inventory Outstanding, DIO*), per una decisione strategica di mantenere alti i livelli delle scorte e non incorrere mai in rotture di stock, rallentamenti della produzione e per accontentare in modo rapido le richieste standard dei clienti. In questo modo l'esposizione in giorni del circolante arriva a 170, per un ammontare di CCNO di 310.000€.

L'impresa 3 si trova in una posizione intermedia tra le due concorrenti per quanto riguarda la gestione del circolante: le vendite a credito costituiscono il 30% del fatturato complessivo, e i pagamenti vengono regolati nell'ordine dei 60 giorni per i clienti e di 50 per i fornitori, creando una "tensione" tra DSO e DPO di circa 10

giorni; il magazzino ha un peso moderato. Il CCNO è pari a 330.000€ e il DWC arriva a 138 giorni.

Complessivamente, l'impresa 3 è, tra le tre prese in considerazione, quella che genera liquidità dalla gestione caratteristica più rapidamente, e infatti la cassa e i depositi bancari arrivano al 10% del totale dell'attivo.

Parlando appunto, di generazione di flussi di cassa dalla gestione operativa (sia caratteristica che extra-caratteristica) si vedrà ora, analizzando degli schemi semplificati di rendiconto finanziario, come l'insieme della redditività e della gestione del circolante porti le tre aziende a generare liquidità in modo differente.

Ipotizzando una variazione del CCNO da un anno all'altro di 50.000€ per tutte e tre le imprese e considerando l'EBITDA rettificato per le sopraggiunte perdite su crediti, questa sarà la situazione contabile:

ANNO N		ANNO N+1	
MOL - Δ CCNO (1)	30000	MOL - Δ CCNO (2)	17500
FLUSSO MONETARIO GESTIONE CARATT.			
ONERI FINANZIARI	20000	ONERI FINANZIARI	20000
IMPOSTE	12250	IMPOSTE	7875
F.C.GEST.REDD.	-2250	F.C.GEST.REDD.	-10375

ANNO N		ANNO N+1	
MOL - Δ CCNO (1)	55000	MOL - Δ CCNO (2)	53250
FLUSSO MONETARIO GESTIONE CARATT.			
ONERI FINANZIARI	14000	ONERI FINANZIARI	14000
IMPOSTE	19170	IMPOSTE	18697,5
F.C.GEST.REDD.	21830	F.C.GEST.REDD.	20552,5

ANNO N		ANNO N+1	
MOL - Δ CCNO (1)	50000	MOL - Δ CCNO (2)	47300
FLUSSO MONETARIO GESTIONE CARATT.			
ONERI FINANZIARI	9000	ONERI FINANZIARI	9000
IMPOSTE	21300	IMPOSTE	20490
F.C.GEST.REDD.	19700	F.C.GEST.REDD.	17810

Come si può notare, la redditività operativa dell'impresa 1, dedotti gli oneri finanziari e le imposte (gestione reddituale), non le consente di generare liquidità a

sufficienza per poter effettuare nuovi investimenti (nuovi impianti o attrezzature, brevetti, personale ecc.), e dovrà quindi ricorrere a nuovi capitali, propri o di terzi; la situazione peggiora notevolmente con l'introduzione di una perdita su crediti. La richiesta di un nuovo finanziamento a breve termine a copertura del capitale circolante non è sicuro venga accolta di buon grado da un istituto di credito che dovesse trovarsi di fronte una situazione economico – finanziaria di questo genere (copertura degli oneri finanziari tramite EBIT in calo e flussi di cassa esigui), e qualora dovesse essere accolta, i costi in termini di tasso di interesse, di spese e di garanzie accessorie richieste sarebbero certamente elevati, a ulteriore decremento dei margini e degli indici finanziari.

Le imprese 2 e 3, al contrario, sono in grado di generare liquidità dalla gestione operativa, e possono utilizzarla per realizzare progetti di investimento anche piuttosto impegnativi, anche prevedendo l'intervento di istituti di credito che, vista la solidità patrimoniale ed economico-finanziaria delle due, non esiterebbero a dare un contributo a costi "*fair*".

Questa è la dimostrazione di come un'impresa con basse marginalità operative, elevato leverage e alti oneri finanziari in conseguenza di un maggiore costo sul debito (situazione più che verosimile per una media impresa italiana), debba dedicare una maggior attenzione alla gestione dei crediti commerciali, limitandone in particolar modo l'esposizione complessiva (con un effetto di tipo finanziario sul capitale circolante) ed aumentandone al contempo la qualità, intesa come monitoraggio della solvibilità dei clienti e riduzione delle dilazioni concesse, per evitare ritardi sui pagamenti (nuovamente, effetto finanziario, per l'espansione del CC), e perdite su crediti inattese nel caso in cui divenissero inesigibili per insolvenza del debitore (effetto economico, con un ulteriore abbassamento del margine).

Quello che si può osservare è come le imprese considerate in questo esempio, pur avendo ingenti risorse investite in capitale circolante operativo in tutti e tre i casi (per un maggior effetto delle dilazioni su crediti concesse ai clienti, o della detenzione di un cospicuo livello di scorte in magazzino o delle dilazioni richieste ai propri fornitori), dimostrino un diverso grado di sostenibilità finanziaria (o equilibrio finanziario), e che essa derivi essenzialmente da un'elevata marginalità nella gestione caratteristica ed operativa; quest'ultima, unitamente a scelte oculate

sulla struttura finanziaria, ovvero sul mix tra capitale proprio e capitale di terzi (bancario o di altro tipo) possono portare l'impresa verso un obiettivo importante: l'autofinanziamento.

Naturalmente l'importanza di una gestione accurata dei crediti e gli strumenti per metterla in pratica variano da settore a settore, in base alle particolarità e le esigenze che li contraddistinguono.

In particolare, come si è detto, sarà da dedicare una maggiore attenzione nei settori per i quali per propria natura i livelli di circolante siano alti, i margini ridotti e sia presente una pronunciata leva finanziaria.

3.6 Criticità nei diversi settori

3.6.1 Chimica

Per fare degli esempi basati su dati reali⁵³ ⁵⁴, in Italia il settore chimico, punto di riferimento dell'industria italiana, mostra esposizioni in capitale circolante elevatissimi (111 giorni di DWC), doppi rispetto alla media mondiale (53).

Il settore chimico ha una marginalità (EBITDA/Ricavi) del 6,5% (che risente degli elevati costi del lavoro e dell'energia⁵⁵ ma recupera con i prezzi del petrolio ai minimi), e un livello di indebitamento (Posizione Finanziaria Netta/Ricavi) del 10,6%: in questo caso sarebbe da lavorare su una limatura dei tempi medi di pagamenti dei clienti (DSO) piuttosto che sulla qualità del credito, ma probabilmente le pressioni competitive della Cina e degli Stati Uniti spingono le imprese ad utilizzare la leva del credito come strumento di espansione commerciale (negli ultimi due anni la variazione del fatturato del settore è praticamente nulla); purtroppo però la marginalità e l'indebitamento non sembrano essere molto compatibili tra loro.

⁵³ PwC "Cash for Growth, Annual Global Working Capital Survey", 2014.

⁵⁴ K-Finance – Analisi sull'attrattività dei settori italiani, 2016.

⁵⁵ Federchimica

3.6.2 Agro-alimentare ed alimentare

Anche i settori agro-alimentare (materie prime, frutta, verdura, carne ecc.) ed alimentare (prodotti della lavorazione delle materie prime e quindi vini ed altri tipi di bevande, conserve ecc.), che costituiscono la punta di diamante del Bel Paese, dimostrano una certa incompatibilità tra marginalità operativa ed indebitamento: l'EBITDA su Ricavi per il settore alimentare è pari al 5,5% (3,3% per quello agro-alimentare), mentre la leva finanziaria arriva al 13,5% (7,2% per agroalimentare).

L'esposizione in circolante non è difforme da quanto riscontrabile in altri Paesi europei e mondiali (38 giorni di DWC), e questo risultato è stato raggiunto anche grazie all'introduzione della direttiva comunitaria 2011/7/UE e della normativa italiana sui pagamenti nel settore alimentare (in particolar modo il *D.Lgs. 192/2012* ed il *DL 1/2012*, all'articolo 62, che fissa a 30 giorni i pagamenti per alimenti deperibili e 60 per i rimanenti), introdotta anche per ridurre i comportamenti poco corretti delle GDO nei confronti dei fornitori.

La bassa marginalità spinge le imprese a cercare alti volumi di vendita (l'annata 2014 è stata nefasta per i fatturati delle imprese alimentari per la decisione della Russia di esercitare l'embargo sui prodotti italiani, ma in compenso il 2015 ha risentito positivamente del fattore Expo, e l'export di prodotti alimentari e agroalimentari sta registrando valori record anche oltreoceano), e questo può far sorgere dei dubbi in merito alla qualità dei clienti serviti (in termini di solvibilità).

Due, in particolar modo sono le problematiche del settore alimentare:

- la "polverizzazione" delle vendite nel mercato domestico (migliaia di clienti per piccoli importi), soprattutto in ambito *Ho.Re.Ca.* (Hotels, Restaurants & Catering); in questo caso sorge una sostanziale discrepanza, tra la necessità di reperire rapidamente informazioni sulla solvibilità dei clienti (il bilancio di esercizio, qualora venga redatto, è già vecchio quando viene approvato ovvero al primo trimestre dell'esercizio successivo) e la dimensione ridotta di numerosi clienti (bar, ristoranti, piccoli negozi di alimentari ecc.), che non consente di affidarsi ad *info provider* come Cerved, Cribis ecc.

- la necessità, per potersi espandere nei mercati esteri, di trovare partner commerciali affidabili per la distribuzione (in questo caso si tratterà di pochi clienti per grosse forniture, che vadano a riempire gli scaffali di catene di supermercati ecc.)

Il Credit Management si trova quindi a svolgere un ruolo di estrema rilevanza all'interno di imprese alimentari: oltre alla scelta di strumenti di pagamento tutelanti (per cassa o con brevi dilazioni), è prassi comune creare delle "alleanze strategiche" più o meno formali tra imprese vicine per tipologia di prodotto e per collocazione geografica, al fine di monitorare la solvibilità dei clienti (la maggior parte dei quali serviti da tutte le suddette aziende e quindi catene di supermercati, grossisti ecc.).

Si potrebbe definire una sorta di "Centrale Rischi" comune.

Per quanto riguarda il settore moda/prodotti per la casa e per la persona e l'industria "pesante" (meccanica, elettronica ecc.), altri capisaldi dell'economia italiana, il discorso è leggermente diverso; i due settori hanno infatti dimostrato negli ultimi anni una non indifferente solidità a livello economico e finanziario: la redditività operativa del settore "*fashion*" e dei prodotti di consumo durevole (elettrodomestici o *appliances*, di diversa dimensione) ha mantenuto nel 2013 e nel 2014 una percentuale del 6 - 6,5% (in crescita), a fronte di un indebitamento (PFN/Ricavi) del 9,5% (in calo).

3.6.3 Moda/prodotti per la casa

La gestione dei crediti per il settore moda è abbastanza conservativo (soprattutto sui mercati esteri), con l'adozione di criteri di valutazione, scelta e monitoraggio dei clienti piuttosto severi (per la riduzione delle perdite e dell'aleatorietà degli incassi) e l'utilizzo di strumenti di pagamento tutelanti, dilazioni moderate e coperture assicurative sui crediti per i mercati più rischiosi o meno conosciuti.

Il fattore critico in questo caso più che le tempistiche di pagamento (DSO) è il coordinamento delle scorte di magazzino in funzione delle stagionalità (*Spring-Summer* o *Fall Winter*), dell'emisfero (Nord o Sud), delle condizioni climatiche e

delle mode del momento; le spedizioni devono essere molto efficienti e il Credit Manager deve monitorare i pagamenti di più stagioni in contemporanea.

La tensione sul circolante (DWC) ammonta a 51 giorni, perfettamente in linea con la media globale ed anzi inferiore (64 gg), ma l'effetto preponderante rimane, appunto, la permanenza delle scorte (63 giorni di DIO), in quanto i giorni di pagamento ai fornitori (DPO) compensano più che proporzionalmente quelli di pagamento da clienti (DSO), ovvero 42 e 30, rispettivamente.

La gestione dei crediti nelle vendite di elettrodomestici non si discosta molto: vendita solamente a clienti affidabili e *credit policy* ben definita. In questo caso però, conta molto la flessibilità nelle condizioni di pagamento ai clienti, anche a causa della competizione contro colossi globali del mondo dell'elettronica di consumo e di elettrodomestici di vario tipo. I DSO sono pari a 59 giorni, ampiamente coperti dalle dilazioni concesse dai fornitori (79 giorni), e anche in questo caso il livello di scorte è importante (durata media di 73 giorni), per un effetto combinato sul circolante di 53 giorni (DWC).

3.6.4 Meccanica

L'industria meccanica si è dimostrata ancor più resiliente, anche negli ultimi anni di crollo degli investimenti interni, grazie all'elevato *know-how* tecnologico e ad una spiccata e naturale propensione all'export, che le ha consentito di individuare i trend in crescita nei diversi mercati e di essere così "trasportata" dalle correnti.

La redditività industriale (EBITDA/Ricavi) si è mantenuta stoicamente negli ultimi 4-5 anni al 6,7-6,9%, dimostrando al contempo una leva finanziaria limitata (nonostante gli importanti fabbisogni di capitale per investimenti in R&S, in strutture, in circolante, magazzino ecc.), tra il 4,0% e il 6,0%.

La dinamica del circolante presenta valori moderatamente elevati rispetto alla media di settore: 57 giorni di DSO, altri 57 di DIO e ben 70 giorni di DPO, per un totale complessivo di 44 giorni di ciclo monetario operativo e un 30% di quota media sul totale dell'attivo.

La peculiarità di questo settore per quanto riguarda il Credit Management riguarda gli importi unitari elevati per un numero ridotto di clienti: il valore di un

macchinario può infatti oscillare da poche centinaia di migliaia di euro a svariati milioni, indi per cui la gestione dei crediti che nascono dalla vendita di questi “*monstre*” dev’essere precisa ed accurata. Data la crescente complessità tecnica dei prodotti (che negli anni stanno raggiungendo livelli di performance sbalorditivi), e le esigenze sempre più particolari dei clienti nei diversi Paesi che quindi portano ad una logica di produzione su commessa, piuttosto che standard, è molto facile che nascano contestazioni sulle forniture (anche “*routinarie*”, o per prassi dei clienti) o errori per incomprensioni in fase contrattuale, e di conseguenza può accadere frequentemente che i pagamenti vengano ritardati in attesa di nuovi test, collaudi, verifiche ecc.

Un fattore fondamentale per un’azienda di questo tipo, in modo più marcato rispetto ad altre, risulta quindi la comunicazione interna tra i vari reparti (commerciale, produzione, logistica, amministrazione, finanza ecc.), appunto per evitare intoppi, velocizzare ed efficientare le procedure di incasso e, naturalmente, fornire un servizio professionale al cliente, per il quale sia anche disposto a pagare un sovrapprezzo.

Oltre ad una valutazione del cliente (grazie anche all’intervento di società provider di informazioni commerciali) e alla sottoposizione di questo alle condizioni di vendita e di pagamento aziendali, è pratica comune ricorrere a strumenti di copertura assicurativa del rischio di mancato pagamento o Paese (di cui in seguito si parlerà più approfonditamente), nonché di strumenti di natura bancaria per lo smobilizzo dei crediti in situazioni di bisogno di liquidità in tempi brevi. I costi per il ricorso a queste tipologie di “accorgimenti” sono ampiamente coperti dalla marginalità operativa, frutto degli efficientamenti in fase produttiva, e dell’elevato valore aggiunto dei prodotti.

La figura del Credit Manager in realtà di questo tipo presenta delle competenze molto trasversali ed una professionalità a 360 gradi in ambito tecnico, bancario-assicurativo, legale e commerciale; ciò gli consente di strutturare, coordinandosi con i colleghi dell’area commerciale, operazioni di vendita che vengano incontro

alle più svariate esigenze dei clienti (accesso ai finanziamenti, volumi di vendite e aspettative di espansione, inflazione, regimi fiscali ecc.).

3.4.5 Salute

Menzione particolare va fatta infine per il settore “Salute”, comprendente Attrezzature Bio-Medicali attività medico – sanitarie *et similia*: negli ultimi anni sta registrando dei tassi di crescita, di redditività e di riduzione del debito assolutamente non trascurabili.

Se si esclude il comparto farmaceutico che, nonostante le potenzialità sul fronte dell’innovazione e dell’export, non sta attraversando un periodo roseo (periodi di pagamento elevati, bassa redditività, ridotta dimensione media delle imprese e competizione agguerrita con USA ed economie emergenti)^{56 57}, il settore medicale ha conquistato per gli ultimi due anni consecutivi la vetta dei settori italiani più attrattivi, con una redditività media costante (EBITDA/Ricavi) del 9,0%, ed una leva finanziaria (Posizione Finanziaria Netta/Ricavi) in notevole calo, dal 3,5 all’1,3%, tenendo ritmi di crescita ed espansione delle vendite del 2,5-2,9% all’anno.

Verranno in seguito analizzati alcuni casi di successo appartenenti al mondo imprenditoriale Veneto, aziende leader nei rispettivi settori, che nonostante la crisi hanno registrato delle performance ed una solidità economico – finanziaria di gran lunga superiori alle medie di settore appena riportate; per ciascuna di esse verranno analizzate le strategie di gestione dei crediti, e si vedrà come esse costituiscano (uno degli) strumenti per competere al meglio sui mercati globali.

⁵⁶ PwC “Cash for Growth, Annual Global Working Capital Survey”, 2014.

⁵⁷ Prometeia, L’industria farmaceutica in Europa: un’analisi a partire dai bilanci; 2011.

CAPITOLO 4

GLI STRUMENTI OPERATIVI PER LA GESTIONE DEL RISCHIO DI CREDITO NELLE AZIENDE

Il modo migliore per gestire in modo consapevole un rischio, qualunque esso sia, è l'informazione: più informazioni attendibili, dettagliate e tempestive si riescono ad ottenere, più possibilità si hanno per prendere decisioni ponderate e per modificare le strategie all'occorrenza, limitando le perdite e massimizzando i guadagni.

"Il segreto degli affari è sapere qualcosa che nessun altro sa." (A. Onassis)

Se quest'affermazione può essere applicata in ogni ambito, anche nella sfera privata di ciascun individuo, essa è certamente riscontrabile all'interno di realtà sociali decisamente più complesse, come quelle aziendali.

Per quanto concerne la tematica in oggetto di questo elaborato, per parlare di gestione adeguata ed accorta del rischio di credito non si può più ridurre il tutto alla fase di recupero crediti come avveniva anni fa, quando l'insoluto si era già manifestato ed occorreva attivare le procedure legali e giudiziarie per ottenere quanto spettante.

In un mercato sempre più vasto e sempre più complesso, è necessario cogliere i segnali di difficoltà ancor prima che l'evento o gli eventi dannosi si manifestino.

L'obiettivo è sì, quello di vendere e far crescere il proprio fatturato, a patto che si tratti di un fatturato "sano".

La gestione del credito quindi nasce prima dell'effettiva nascita dello stesso, prima della firma di un contratto e della presa di un ordine, prima della definizione delle condizioni di pagamento, e prosegue durante tutta la fase produttiva, passando per la consegna del bene e fino all'incasso, coinvolgendo in essa tutti i reparti aziendali: commerciale, produzione, amministrazione, finanza, spedizioni.

4.1 Raccolta di informazioni e valutazione cliente complessiva

Tutto ha inizio dalla raccolta di informazioni sulla controparte acquirente e sul Paese ove egli opera, dopo i primi contatti tramite l'area commerciale/vendite, al fine di darne una valutazione e decidere se intraprendere la trattativa o meno.

Naturalmente, la valutazione del rischio di credito di un cliente estero risulta molto più complessa rispetto a quella di un nominativo italiano, questo perché il rischio di mancato incasso presenta più variabili, legati al Paese di destinazione, alla sua normativa, all'attendibilità delle informazioni ecc.

Nel caso di un cliente storico, l'esperienza nei pagamenti con lo stesso costituisce la fonte più attendibile di informazioni, ma di questi tempi le insidie possono colpire come un fulmine a ciel sereno, quindi è bene non abbassare mai la guardia.

Nel caso di un cliente nuovo ci si può affidare a:⁵⁸

- Bilanci, visure camerali ed altre scritture contabili del debitore, per quanto l'attendibilità delle stesse in alcuni Paesi con uno scarso livello di controllo da parte delle autorità non sia da dare per certa;
- Giudizi ed informazioni da parte dei propri agenti ed area manager in seguito a visite presso il potenziale cliente;
- Se presenti, quotazioni di mercato di titoli azionari ed obbligazionari emessi e giudizi di rating di agenzie specializzate;
- Valutazioni sulla posizione concorrenziale del compratore nel mercato domestico e in quelli internazionali, desumibile da studi effettuati da società specializzate (ad esempio *GfK*), sul grado di penetrazione sul mercato e sulla riconoscibilità o sull'apprezzamento da parte dei consumatori di determinati brand;
- Società di rating commerciale (*Cerved, Cribis/Dun & Bradstreet* ecc.), che possono fornire informative più o meno dettagliate sul cliente a seconda delle necessità: informativa generica o "investigativa", se si deve intraprendere una relazione d'affari di lungo periodo o una joint venture.

Il rating fornito da tali società viene calcolato in base ad una serie di variabili, alcune generiche, ad esempio il numero di dipendenti e la sua evoluzione, o l'età della società, ma anche dati finanziari e relativi indici, fatti rilevanti come

⁵⁸ Garioni G., *Imprese e mercati internazionali: soluzioni finanziarie*; IPSOA, 2013.

fusioni, scissioni o passaggi di proprietà/cambio di management, eventuali esperienze di pagamento negative, cambiali andate in protesto, citazioni in giudizio, partecipazione ad aste immobiliari; queste società hanno accesso alla stampa locale, ai catasti ecc.

- Informazioni provenienti da altri fornitori e/o da fonti bancarie.

Ci si può fare un'idea del cliente anche dando uno sguardo alle banche che lavorano con esso, se queste siano autorizzate ad aprire crediti documentari, a richiedere conferme alla banca dell'esportatore ecc.

Se il cliente ha delle linee di credito presso istituti "di prima fila" (per rilasciare garanzie, o per effettuare pagamenti tramite lettera di credito), è probabile che da questi sia ritenuto un soggetto affidabile; viceversa, se le linee di credito di punto in bianco dovessero essergli revocate, questo potrebbe essere un campanello d'allarme, e bisognerebbe comprenderne le cause.

Inoltre, ci si può rivolgere a società assicurative, di rating o a *Export Credit Agencies* (*Sace, Euler Hermes, Coface, Atradius* ecc.), le quali possono fornire pareri preliminari sia su singole controparti, ma soprattutto sui rispettivi Paesi, tramite i report sul "*Country Risk*", analisi periodiche in merito alla situazione economica, politica e finanziaria, all'andamento e alla puntualità dei pagamenti, agli indici di presenza di insoluti, al numero di fallimenti e liquidazioni di imprese, che da un'idea su quante aziende non saranno in grado di rimborsare i propri debiti.

Uno sguardo ai siti delle banche centrali locali, può fornire indicazioni sul sistema valutario locale, sulle possibilità di effettuare trasferimenti verso l'estero a titolo di pagamento o per il rimpatrio di redditi da investimento o disinvestimento; può fornire anche dati sulla valuta in corso, sull'ancoramento della stessa ad un'altra più forte (Euro o Dollaro), e l'andamento del cambio rispetto alle principali divise e all'euro.

4.2 Le modalità e gli strumenti di pagamento nel commercio internazionale

Una delle fasi più importanti per il contenimento del rischio di mancato pagamento in operazioni commerciali con controparti estere è la definizione, a livello contrattuale, delle modalità di pagamento.

È pertanto fondamentale conoscere i diversi strumenti e le loro modalità di utilizzo, per ridurre al minimo le probabilità che vi siano incomprensioni o contestazioni ed assicurarsi di incassare con certezza ed in tempi brevi i propri crediti.

Nella negoziazione di un contratto tra due soggetti residenti in Paesi distinti, numerosi sono gli aspetti da tenere in considerazione e su cui accordarsi, ad esempio la legge applicabile, la lingua del contratto e la corte arbitrale (di fronte alla quale risolvere le eventuali controversie), e altrettanto numerosi sono i rischi a cui le parti possono andare incontro.

Il venditore e l'acquirente hanno logicamente interessi diversi all'interno della trattativa: il venditore/esportatore desidera essere tutelato da un'eventuale revoca della commessa e vuole essere certo di essere pagato nei modi e nei tempi stabiliti, per non incorrere in ulteriori costi derivanti dall'investimento in capitale circolante; l'acquirente/importatore d'altro canto, ha bisogno di garanzie in merito ai tempi di consegna, alle quantità e alla qualità della merce ordinata.

Negli anni sono stati sviluppati strumenti di pagamento internazionali (da enti come le *International Chambers of Commerce, ICC*) idonei a soddisfare queste esigenze, per garantire tutela e serietà nei confronti di entrambe le controparti. Alcuni di essi risultano piuttosto semplici, altri richiedono operazioni più complesse (soprattutto per importi elevati) e la presenza di soggetti qualificati (banche commerciali e società assicurative), motivo per il quale soggetti che operino molto con clienti esteri dovrebbero avere un livello di conoscenze tecniche precise ed aggiornate.

Saper gestire con professionalità questi strumenti ed operazioni consente non soltanto di ridurre rischi e costi ad essi associati, ma può costituire un vero e

proprio “servizio finanziario” a favore del cliente, un valore aggiunto per il quale, sentendosi adeguatamente tutelato, egli sia disposto ad accettare un prezzo più alto, minori dilazioni o maggiori garanzie.

Questo tipo di servizio può consentire all’impresa di essere più competitiva sui mercati esteri, cogliendo opportunità che altrimenti le sarebbero precluse.

Per quanto concerne le condizioni di pagamento del prezzo pattuito, il contratto dovrebbe prevedere:

- Il momento in cui tale pagamento dovrà essere effettuato;
- La moneta del pagamento (valuta);
- Il luogo dove effettuare il pagamento;
- La forma tecnica del pagamento;
- Il sistema di pagamento;
- Le banche coinvolte nell’operazione.

Verranno ora descritte le principali e più utilizzate forme di pagamento internazionale, con i relativi vantaggi e svantaggi.

BONIFICO BANCARIO

Il bonifico consiste nell’ordine di un soggetto debitore dato ad una banca di effettuare il trasferimento di un importo ad un altro soggetto beneficiario, solitamente per tramite di un’altra banca (quella del cliente), che provvederà poi a girare la somma sul rispettivo conto e ad avvisarlo dell’avvenuta operazione.

E’ uno dei mezzi di pagamento più diffusi, soprattutto per pagamenti anticipati o contestuali, è rapido e semplice da utilizzare, e i costi sono piuttosto contenuti; si effettua solitamente tramite il canale interbancario telematico *SWIFT* (raramente tramite posta - mail transfer).

Può riguardare importi di dimensione contenuta, ma anche cifre importanti: la banca, una volta accertata la presenza di tali fondi nella disponibilità del soggetto ordinante, o in una linea di fido capiente, provvede ad addebitargli la somma dal

conto, ad accendere un finanziamento in euro o in valuta, o a ritirare i contanti per il trasferimento. Generalmente è irrevocabile e definitivo.

All'interno dell'Unione Europea, e comprendendo anche Norvegia, Islanda, Svizzera e Lichtenstein, è stata creata un'area all'interno della quale i cittadini, le imprese, le pubbliche amministrazioni ad altri operatori economici possano effettuare e ricevere pagamenti in euro, con condizioni, tempistiche, diritti ed obblighi uniformi. La creazione di quest'area, denominata SEPA, è stato un passo importante verso la creazione di un mercato finanziario unico; in tal modo i confini del mercato domestico non sono più quelli italiani, bensì quelli SEPA.

Per le vendite a credito, questo tipo di pagamento è utilizzabile preferibilmente in situazioni di familiarità e fiducia con il cliente, avendo esso un adeguato livello di solvibilità finanziaria e appartenendo ad un Paese a basso rischio politico. In caso contrario si può ricorrere a mezzi di copertura assicurativa per rischi di mancato pagamento o richiedere ulteriori garanzie.

E' importante, avendo scelto questa soluzione per il pagamento, indicare con precisione nel contratto il codice SWIFT della propria banca e le coordinate IBAN del proprio conto, inoltre, sarà opportuno indicare la competenza per le commissioni bancarie da pagare per l'operazione (solitamente ciascuno paga le spese della propria banca).

ASSEGNO

L'assegno è, per il nostro ordinamento e per gli altri ordinamenti aderenti ad un principio di *Civil Law*, un titolo di credito: è l'ordine che un soggetto (traente) dispone nei confronti di una banca (trattaria), di pagare a vista una certa somma ad un altro soggetto beneficiario, oppure all'ordine, con fondi posseduti sul conto corrente intestato allo stesso. (Garioni, 2013) e (di Meo, 2008)

Pur essendo uno strumento che porta con se numerosi rischi, è ancora largamente diffuso per la regolazione di trattative commerciali internazionali.

In alcuni Paesi, tra cui Stati Uniti e Regno Unito, esso non è considerato un titolo di credito, ciò significa che non possiede le caratteristiche giuridiche di autonomia,

astrattezza ed esecutività, tipiche di tali titoli. Inoltre, la normativa in materia, per quanto riguarda protesti o clausole di “non trasferibilità” (obbligatoria, in Italia, per importi superiori a 1000€, secondo la normativa antiriciclaggio), variano da Paese a Paese.

Gli assegni più frequentemente utilizzati all'estero sono di tre tipi:

- Assegno ordinario bancario di conto corrente (*Check*): l'assegno viene emesso e inviato dal debitore direttamente al creditore/beneficiario, il che fa sorgere problemi di varia natura: valutaria (a seconda della normativa locale, l'assegno potrebbe circolare solamente entro i confini nazionali), relativi al rischio Paese, che tra il momento dell'emissione dell'assegno e il momento dell'accredito potrebbe incorrere in un default o bloccare i trasferimenti verso l'estero, oppure relativi alla mancanza di copertura, ovvero la mancanza di fondi sul conto corrente dell'emittente presso la sua banca.
- Assegni a copertura garantita o assegni circolari (*bank draft*): in questo caso la promessa di pagamento della somma pattuita è sottoscritta dalla banca del cliente, qualora vi sia la disponibilità liquida nel conto del cliente. Il rischio di mancato pagamento è notevolmente ridotto, ma resta il rischio Paese e inoltre, essendo emesso su moduli cartacei della banca locale, con le relative firme, è presente il rischio di falsificazione di tali documenti.
- Assegni piazzati (*swift check*): sono assegni emessi dalla banca dell'acquirente/richiedente a favore del beneficiario; è la banca stessa a provvedere al pagamento, addebitando il proprio conto presso la banca estera (in valuta estera) ed inviandolo direttamente al beneficiario, oppure consegnandolo al richiedente debitore.

Questo tipo di assegno è meno rischioso di quello ordinario, poiché in questo caso il soggetto debitore è la banca; resta però il rischio di contraffazione della modulistica;

Per l'incasso dell'assegno, il beneficiario deve recarsi alla filiale della banca trattaria, ovvero la banca del richiedente/debitore.

LOCK – BOX

Collegata all'utilizzo degli assegni, la *lock-box* consiste nella creazione di "caselle postali" aperte a nome della propria banca presso banche estere nel Paese del debitore, che prenderanno in carico gli assegni, provvedendo in seguito ad accreditare la somma mediante bonifico alla banca italiana.

L'assegno quindi circola solamente nel Paese del compratore, limitando i rischi di furto e smarrimento; i tempi di incasso sono ridotti, inoltre si hanno informazioni più rapide circa eventuali insoluti, essendo l'accredito sul conto corrente del beneficiario salvo buon fine.

INCASSO SEMPLICE E DOCUMENTARIO

Si tratta di strumenti molto tutelanti per entrambe le parti, codificati dalla Camera di Commercio Internazionale (ICC) con la Pubblicazione o Norma Uniforme relativa agli incassi (NUI) numero 522.

L'incasso semplice (*clean collection*) consiste nel conferimento del venditore (cedente) alla propria banca del mandato per incassare una determinata somma, presentando unicamente i documenti finanziari (cambiale, assegno ecc.) a prova del proprio credito.

L'incasso documentario prevede invece l'invio sia della documentazione finanziaria che di quella commerciale, intendendo per essa le fatture, i documenti di carico (*bill of lading*), trasporto ed assicurazione, i certificati doganali, le *packing list*, i certificati d'origine.

La banca (trasmittente) provvederà all'invio di tali documenti alla banca incaricata, che solitamente coincide con la banca presentatrice, la banca cioè che li presenterà al debitore (trassato) secondo le istruzioni ricevute, dovendo egli pagare alla scadenza pattuita.

Tale tipologia di contratto non si perfeziona con la consegna della merce, bensì con la consegna dei documenti nel luogo e nelle modalità stabilite.

Il perfezionamento può avvenire:

- Contro pagamento (D/P - *Documents against Payment* o CAD - *Cash Against Documents*), ovvero quando il compratore, per entrare in possesso dei documenti rappresentativi della merce, debba provvedere al pagamento di quanto concordato; oppure
- Contro accettazione (D/A - *Documents Against Acceptance*): il compratore può entrare in possesso dei documenti accettando una cambiale tratta, firmando un pagherò cambiario, o altro documento di impegno al pagamento a scadenza fissata, oppure tramite avallo della banca incaricata/presentatrice sui medesimi titoli o con il rilascio una garanzia bancaria.

Questa tipologia di pagamento è certamente più sicura di un assegno o di un bonifico, tuttavia bisogna considerare che le banche che intervengono nell'operazione non hanno alcun tipo di obbligo a pagare in sostituzione del debitore (salvo casi di avallo o garanzia), ma solamente un mandato per l'incasso. Il rischio del Paese e bancario rimane, oltre naturalmente al rischio commerciale del cliente nel caso della consegna dei documenti contro accettazione (con la firma di cambiali).

Altro rischio per il quale il venditore non è minimamente tutelato in questo caso è il mancato ritiro della merce da parte del compratore; ciò genera, in aggiunta al mancato incasso, ulteriori costi derivanti o dall'immagazzinamento della merce invenduta, o dalla ricerca di un nuovo acquirente, oppure al suo rientro, con i relativi costi di trasporto. Inoltre in alcuni Paesi, specie dove i livelli di corruzione siano elevati, capita che il compratore riesca ad entrare in possesso della merce senza i relativi documenti, ovvero aver pagato il corrispettivo alla banca per il loro ottenimento. È preferibile in questi casi prevedere nel contratto una codifica di resa *Incoterm* che lasci all'esportatore la responsabilità per il trasporto della merce fino al luogo designato per la consegna.

INCASSO ELETTRONICO

Per alcuni Paesi sono previste procedure di incasso simili alla nostra Ricevuta Bancaria (Ri.ba), che vengono utilizzati prevalentemente per pagamenti ricorrenti e che consentono di ricevere quanto spettante in tempi brevi e con costi contenuti.

Tutti questi strumenti prevedono l'autorizzazione da parte del debitore, al creditore, per incassare - salvo buon fine - determinate somme a determinate scadenze tramite la banca del debitore stesso, aderente al circuito di pagamento e compensazione internazionale. È da tenere presente che è possibile, per il debitore, revocare l'accredito entro tot. giorni dalla comunicazione dell'avvenuto accredito, a seconda della normativa del Paese di riferimento.

Tra le tipologie di incasso elettronico si trovano:

- LCR (Francia): la *Lettre de Change Relevè*, utilizzabile anche dagli esportatori italiani che operano con la Francia, una volta comunicata al debitore l'intenzione di utilizzare tale forma di pagamento e dopo l'approvazione dello stesso, importante per non incorrere in insoluti. Possono essere semplici, già accettate oppure da accettare (LCR semplici per le quali l'esportatore conferisce mandato alla propria banca di curare l'accettazione successivamente incasso).

Una particolare forma di tutela per il creditore che decidesse di utilizzare la LCR consiste, in caso di insoluto da parte del debitore, nella sua iscrizione in un bollettino giornaliero sui cattivi pagatori redatto dalla *Banque du France*, con la conseguente *interdiction bancaire*, ovvero l'interdizione dai servizi bancari per un periodo di cinque anni (salvo regolamento della posizione da parte del debitore)⁵⁹. Ciò costituisce un forte deterrente contro gli insoluti volontari.

- LASTSCHRIFT (Germania e Austria): anche in questo caso è prevista un'autorizzazione da parte del debitore alla propria banca, a pagare immediatamente gli addebiti richiesti dal beneficiario, che pervengano tramite della sua banca. Il debitore però, ha la facoltà di respingere gli addebiti una volta comunicatigli dalla banca, entro 2 giorni nel caso del tipo A (utilizzabile solo in Germania), o addirittura entro 6 settimane nel caso del tipo B (utilizzabile sia in Germania che in Francia).
- IEF (Spagna): *L'Incasso electrónico de efecto* o *Recibo*, è un mezzo di pagamento simile a quelli già descritti, utilizzabile anche dagli esportatori italiani che operino con clienti spagnoli. Nel credito devono essere indicati scadenza,

⁵⁹ Sito della Banque du France

riferimento, nome ed indirizzo del debitore e riferimenti della banca e del conto corrente.

PAGHERO' CAMBIARIO INTERNAZIONALE (*PROMISSORY NOTE*)

Le *Promissory Notes* sono uno strumento di pagamento internazionale molto utilizzato: consistono nella promessa, da parte del debitore (emittente), di pagare ad una certa scadenza una somma determinata, all'ordine di un soggetto beneficiario. Per i Paesi che hanno aderito al Trattato di Ginevra degli anni trenta, esse costituiscono un titolo di credito astratto, autonomo e formale.

Per facilitarne l'uso in ambito internazionale, sono stati creati dei moduli uniformi in lingua inglese e francese, che facilitano la circolazione e l'accettazione da parte di istituti di credito ai fini dello smobilizzo.

Per essere ritenuti titoli validi essi devono contenere⁶⁰: la denominazione di *promissory note*, la data e il luogo di emissione, la data di scadenza, la valuta e l'importo sia in cifre che in lettere, il beneficiario, il domicilio di pagamento, il timbro, la firma e l'indirizzo completo del debitore/emittente, l'attestazione della banca del debitore di validità autenticata della firma (bene firma, ovvero la conferma che chi ha firmato il documento aveva effettivamente l'autorizzazione a farlo), il timbro e la firma della banca estera che eventualmente dovesse avallare il pagherò.

E' importante conoscere la normativa del Paese importatore in merito all'utilizzo del pagherò cambiario, ed in particolare se esso costituisca titolo di credito, se sia previsto il protesto e quali siano le procedure da adottare per il regresso nell'eventualità si debba recuperare tale credito. E' consigliabile in ogni caso, nel dubbio circa la solvibilità creditizia del cliente, far avallare la cambiale da una banca di un Paese non a rischio, farsi rilasciare una garanzia, o provvedere ad una copertura assicurativa per il rischio di mancato pagamento.

A livello internazionale, ed in particolare dalle banche che si occupano di *Forfaiting*, sono gradite le cambiali basate su una struttura di ammortamento

⁶⁰ Di Meo e CCAA Padova, Guida ai pagamenti internazionali, 2008.

“all’italiana”, ovvero rateizzata in periodi equidistanti (ad esempio semestrali) e a quote di capitale costante, con interessi decrescenti in funzione del debito residuo.

In quanto titoli di credito, tali cambiali in Italia sono soggette all’imposta di bollo.

CAMBIALE TRATTA INTERNAZIONALE (*BILL OF EXCHANGE*)

Contrariamente a quanto accade per le *Promissory Notes* o pagherò cambiari, nel caso delle cambiali tratte o *bills of exchange* è il creditore (traente) che emette il titolo, contenente in esso l’ordine che egli dà al debitore (trattario) di pagargli una certa somma ad una data determinata. Affinché questo ordine costituisca un obbligo di pagamento per il debitore, egli deve necessariamente apporre la sua firma sulla cambiale, accettandone la tratta.

Tale titolo deve contenere tutti i dati descritti per la *Promissory Note*, ivi compresa l’attestazione bancaria per la validità della firma, ed è trasferibile mediante girata.

Anche in questo caso è bene informarsi sulla legislazione vigente in materia cambiaria nel Paese di destinazione della merce, sul protesto e sulle eventuali azioni di recupero in quanto, come il pagherò cambiario, questo strumento è soggetto ad un considerevole rischio di mancato pagamento da parte del cliente, motivo per il quale, qualora egli non sia ritenuto affidabile, è consigliabile farsi rilasciare ulteriori garanzie o assicurare il credito.

PAGAMENTO CONTESTUALE

Questa forma di pagamento, altrimenti chiamata contrassegno o C.O.D. (*Cash-on-Delivery*), viene utilizzata spesso in territorio europeo.

Nel caso del COD cosiddetto “a destino” è prevista l’assegnazione di un mandato, da parte dell’esportatore al suo vettore, di consegnare la merce all’acquirente solo previo incasso di quanto pattuito, che può avvenire in contanti, tramite un bonifico, un assegno circolare o piazzato, un’attestazione bancaria di un ordine irrevocabile di bonifico o di un blocco di fondi, un pagherò o l’accettazione di una tratta.

Mediante il COD “alla partenza” invece, è il debitore, già in possesso di una fattura di acquisto, a rilasciare un assegno o un titolo di credito sottoscritto al proprio vettore, incaricandolo di consegnarlo al venditore contro ritiro della merce.

CREDITO DOCUMENTARIO

Il credito documentario, comunemente chiamato Lettera di credito (L/C), è ciò che più si avvicina ad uno strumento di pagamento “privo di rischi”, mediante il quale sia il soggetto venditore che quello acquirente sono tutelati nelle rispettive esigenze.

La lettera di credito, in sostanza, è un impegno irrevocabile di una banca (emittente o *issuing bank*) su ordine di un soggetto acquirente (ordinante o *applicant*), di pagare una determinata somma nei confronti del venditore (beneficiario) entro una certa data (anche dilazionata), contro presentazione di quest’ultimo dei documenti conformi a quanto stabilito contrattualmente e riportato nel credito stesso.

Questo strumento è disciplinato dalla Norme della Camera di Commercio Internazionale, ed in particolar modo dalle Norme ed Usi Uniformi – NUU o UCP – *Uniform Customs and Practice* n. 600. A queste vengono affiancate delle linee guida della ICC, la *International Standard Banking Practice for the Examination of Document under Documentary Credits, ISBP*, ovvero dei criteri da seguire per la fase delicata della verifica dei documenti, da parte degli istituti bancari.

Il credito documentario, contrariamente al pagamento contro documenti, non è previsto dal nostro ordinamento, e le UCP si intendono “clausole d’uso” (*Art. 1340 cc.*) che integrano la volontà negoziale delle parti (posizione confermata dalla Corte di Cassazione).

A differenza degli altri strumenti di pagamento è caratterizzato da:

- Autonomia del credito rispetto al contratto commerciale sottostante, cui il credito fa riferimento
- Astrattezza: le parti fanno riferimento ai documenti e non alla merce da essi rappresentata

- Formalità: la verifica dei documenti dev'essere puramente formale e non sostanziale, non andando in alcun modo a sindacare l'efficacia di tali documenti ai fini dell'operazione di compravendita o l'osservanza delle clausole. E' possibile, per il venditore, prevedere nel contratto di fornitura una formula

In aggiunta ai tre soggetti menzionati (ordinante, banca emittente e beneficiario) possono essere presenti nell'operazione:

- Banca avvisante (*Advising Bank*): notifica il credito al beneficiario, verificandone l'autenticità, ma senza assumere altri impegni;
- Banca confermante (*Confirming Bank*): solitamente è la banca dell'esportatore, che si assume l'impegno di pagare il beneficiario, qualora la banca emittente non dovesse adempiere al suo obbligo, assumendosi essa stessa quindi il rischio di mancato pagamento e il rischio Paese; nelle fasi di trattativa contrattuale, il venditore può richiedere alla sua banca la disponibilità di massima – senza impegno – ad aggiungere la conferma alla lettera di credito ed i relativi costi, disponibilità che può formalizzarsi con la richiesta di un "commitment".
- Banca designata (*Nominated Bank*): è chiamata ad eseguire la prestazione (qualora non sia presente una banca confermante o essa abbia acconsentito, comunicandolo preventivamente al beneficiario);
- Banca rimborsante (*Reimbursing Bank*): è la banca che, in assenza di conti diretti intrattenuti tra banca emittente e banca confermante, rifonderà quest'ultima delle somme esborsate.

Negli anni sono nate delle tipologie di lettere di credito che possono adattarsi a particolari esigenze o a particolari settori; tra queste si annoverano:

- La Stand-By Letter of Credit: è sostanzialmente una garanzia emessa da una banca a sostegno dell'impegno preso dall'acquirente; in caso di inadempimento da parte di quest'ultimo, è sufficiente presentare i documenti richiesti unitamente ad una dichiarazione che attesti l'avvenuta insolvenza, potendo così escutere la garanzia ed ottenere le somme vantate.

- Credito rotativo (*revolving credit*): è un credito documentario che si rigenera per lo stesso importo una volta utilizzato;
- Credito trasferibile: consente al beneficiario di trasferire il credito, in tutto o in parte, ad uno o più beneficiari;
- Credito “*back-to-back*”: aperto su ordine del beneficiario a favore di un secondo beneficiario.

Qualora nella trattativa commerciale non venisse prevista la possibilità di richiedere conferma alla propria banca, o se la banca estera (specialmente in alcuni Paesi) non dovesse dare indicazioni o mandato per la conferma alla banca avisante, il beneficiario potrebbe fare richiesta alla propria banca di strumenti di garanzia unilaterale, tra cui:

- “*Star del credere*”: è un impegno a pagare che la banca si prende al di fuori del credito documentario, una volta valutata la banca estera ed il Paese in cui risiede. Questo istituto è previsto dall’ordinamento italiano (Art. 1736 cc.), ma non dagli Usi internazionali, a differenza della
- *Silent confirmation*, i cui effetti per il soggetto esportatore sono pressoché identici allo star del credere: ricevere una garanzia esterna al credito documentario da una banca – in questo caso, internazionale - che gli obblighi della banca emittente verranno rispettati, alla presentazione di regolari documenti.
- Impegno a negoziare: analogamente alla *silent confirmation*, l’impegno a negoziare si può richiedere qualora non sia possibile ottenere un credito documentario confermato dalla banca estera o dallo stesso cliente; la banca a cui viene richiesto, si impegna a pagare l’importo previsto dal credito documentario, a vista o differito.

Il credito documentario è lo strumento più articolato, più tutelante, ma anche più costoso: per ogni fase della sua esecuzione infatti (apertura, notifica, accettazione, conferma, modifica ecc.), sono previste delle commissioni bancarie, ripartite tra le parti secondo accordi contrattuali (solitamente ciascuna delle parti si prende carico delle commissioni della propria banca).

Inoltre, l'esportatore dovrà fare molta attenzione sia in fase di trattativa che di presentazione dei documenti in banca, rispettando scadenze e formalità: la non conformità di questi può dare origine a riserve da parte delle banche coinvolte, che possono pregiudicare la buona riuscita dell'operazione (e l'incasso dell'importo).

Per Paesi ad elevato rischio, anche la lettera di credito non elimina completamente l'alea, poiché in questo caso potrebbe essere la banca locale a non essere solvibile. In questo caso è bene richiedere una conferma da una banca solida europea e/o una polizza di copertura rischi. Per alcuni Paesi perfino il ricorso a tali strumenti è precluso (il rischio Paese arriva al 100%, a causa di guerre, disordini civili o politici ecc.).

4.3 Garanzie di pagamento

Nell'ambito del commercio internazionale si sono diffuse delle tipologie di garanzia "a prima richiesta", che forniscono, al pari del credito documentario, tutele per le parti coinvolte, non costituendo però uno strumento di pagamento vero e proprio.

⁶¹

A differenza delle garanzie fideiussorie previste dall'ordinamento italiano (*Artt. 1936-1957 cc.*), queste garanzie non sono accessorie.

Per creare un clima di fiducia tra acquirente e venditore, quest'ultimo potrebbe essere chiamato a rilasciare delle garanzie al suo acquirente a fronte di pagamenti da esso effettuati o di impegni contrattuali; in particolar modo vengono molto utilizzati in ambito internazionale:

- *Advance Payment Bond*: è la garanzia richiesta da un acquirente di beni, servizi o da un committente, a fronte di un anticipo o di un acconto versato; la banca garante si impegna ad effettuare il pagamento a titolo di restituzione, parziale o totale, dell'anticipo pagato, qualora il venditore non dovesse adempiere ai suoi obblighi contrattuali di fornitura; viene utilizzata spesso nel caso di

⁶¹ Uniform Rules for Demand Guarantess N. 758, International Chamber of Commerce (2010).

esportazione di beni strumentali, macchinari, impianti o lavori di importi elevati e con forti dilazioni dovute ai tempi di produzione/consegna;

- *Performance Bond*: in questo caso la banca garante/emittente si impegna ad effettuare un pagamento nei confronti del beneficiario a fronte dell'esecuzione, da parte del venditore, di una prestazione non conforme a quanto previsto da contratto. Può riguardare la fornitura di impianti, macchinari o la costruzione di edifici, e quindi essere subordinata ad una corretta installazione, avviamento o costruzione degli stessi.
- *Bid Bond*: nel caso di una gara d'appalto, la banca si impegna a pagare una determinata somma al beneficiario qualora l'ordinante, ovvero il fornitore/appaltatore, una volta aggiudicatasi la gara, non rispetti le condizioni della gara e non firmi il contratto d'appalto.
- *Retention Money Bond* o *Maintenance Bond*: La banca si impegna a pagare al beneficiario una determinata somma che egli abbia versato all'appaltatore/ordinante a fronte di periodi di garanzia tecnica (di macchinari, impianti ecc.) o di manutenzione obbligatoria, qualora non sia l'ordinante stesso ad effettuare il rimborso.
- *Payment Bond*: a differenza delle precedenti, in questo caso è il debitore/acquirente a richiedere l'emissione della garanzia alla sua banca, per assicurare il venditore circa il rischio di mancato pagamento della fornitura;

Il rischio di queste garanzie consiste dell'indebita escussione: il beneficiario/acquirente, una volta ricevuta la fornitura o la prestazione, potrebbe decidere di escutere la garanzia dichiarando invece di non averla ricevuta. Per evitare ciò è bene prevedere delle clausole contrattuali che vincolino l'escussione della garanzia in caso di mancata presentazione da parte dell'esportatore dei documenti di avvenuta spedizione/trasporto (DDT per l'Italia, *Bill of Lading* per l'estero) o della fattura di vendita, nei tempi stabiliti.

Per quanto le garanzie siano un'alternativa più agevole e meno costosa rispetto al credito documentario, non costituiscono al pari di esso un vero e proprio strumento di pagamento e di finanziamento della fornitura (dopo pochi giorni dalla spedizione), inoltre non eliminano il rischio di mancato ritiro della merce.

4.4 Riserva della proprietà

Come deterrente per i mancati pagamenti, nel contratto può essere prevista una clausola che condizioni il trasferimento della proprietà del bene in oggetto all'effettivo pagamento dello stesso, ovvero la riserva della proprietà.

Tale clausola consente al soggetto venditore di rientrare in possesso del bene venduto qualora l'acquirente non provveda al suo pagamento e, con le dovute formalità, diventa opponibile a terzi acquirenti o creditori del compratore e/o a procedure concorsuali.

Nell'ordinamento italiano la riserva della proprietà è disciplinata dall'*art. 1523* del Codice Civile, ma in una trattativa con un soggetto estero non è detto che sia questa la legge applicabile, e di ciò bisogna tenere conto in fase di negoziazione contrattuale. In alcuni Paesi la normativa circa questo istituto differisce in modo consistente, ad esempio per quanto riguarda la documentazione, le formalità da adempiere e la pubblicità affinché la riserva possa essere considerata valida ed esercitabile.

In molti Paesi è prevista l'obbligo di registrazione in appositi uffici, mentre per altri, come Germania, Francia, Regno Unito, Australia o Singapore, questo obbligo non sussiste, e ciò consente al venditore di tutelarsi più agevolmente in caso di insoluto, se non addirittura di fallimento dell'acquirente (ciò può portare il venditore a ritenere preferibile l'applicazione della legge del Paese estero, qualora sia più tutelante rispetto a quella italiana).

In alcune tipologie di operazioni, soprattutto di importi elevati, l'aggiunta di questa clausola è diventata uno standard, tanto che anche le compagnie di assicurazione dei crediti (es. SACE) la richiedono per poter coprire il rischio di mancato pagamento.

4.5 Assicurazione dei crediti

All'interno dei molteplici rischi aziendali oggetto di assicurazione (danni, furto/incendio, vita ecc.), negli ultimi anni – complici i recenti avvenimenti e una sempre minore fiducia nella solvibilità delle controparti – si è sviluppata in modo particolare l'assicurazione sui crediti commerciali.

Una serie di compagnie specializzate, con uffici sparsi in giro per il mondo, concedono polizze che vanno a coprire l'azienda da una moltitudine di rischi che un'azienda, specialmente se operante sui mercati esteri, si trova a dover affrontare, tra i quali:

- Mancato pagamento parziale o totale della merce;
- Mancata o ritardata restituzione di cauzioni, depositi o anticipazioni;
- Indebita escussione di garanzie rilasciate all'acquirente (per anticipi, partecipazione a aste d'appalto, performance, manutenzione ecc.)
- Produzione, ivi compresa la revoca della commessa;
- Sequestro, confisca o comportamenti arbitrari da parte del Paese estero;
- Distruzione o danneggiamento di beni;
- Investimenti in società estere come mezzo di espansione internazionale di aziende italiane.

Le tipologie di assicurazione dei crediti si suddividono essenzialmente in:

- Breve termine, riguardanti operazioni e dilazioni solitamente inferiori ai 180 giorni, e in ogni caso non superiori ai 360;
- Medio termine, per dilazioni comprese tra 12 e 60 mesi, in operazioni regolate in genere da titoli cambiari (*Promissory Notes*).

Per quanto riguarda i contratti di assicurazione per il breve termine, essi sono tradizionalmente caratterizzati da alcuni principi:

- Scoperto obbligatorio: la percentuale di copertura non raggiunge mai il 100% dei crediti assicurabili, ma può oscillare tra il 60 e l'85%; questo per fare in modo di coinvolgere l'assicurato nell'assunzione dei rischi, affinché anch'egli ponga una maggiore attenzione alla valutazione e alla selezione della clientela;

- Globalità: l'assicurato non può selezionare i clienti il cui rischio sia da trasferire alla compagnia e quali invece siano da escludere, ciò significherebbe una maggiore assunzione di rischi da parte della compagnia. In alcuni casi è possibile circoscrivere la copertura a determinati canali di vendita (grossisti, dettaglianti, GDO ecc.), a particolari aree geografiche o a crediti per importi superiori ad una certa cifra;
- Predisposizione di un limite di fido da parte della compagnia assicurativa: servizio molto comodo offerto all'azienda assicurata successivamente alla valutazione del cliente, con indicazione anche delle dilazioni massime che è consigliabile concedere;
- Perdita definitiva: la funzione di questo tipo di copertura assicurativa è prevenire il rischio di insolvenza della controparte, non la volontà del debitore a pagare (per motivi diversi dall'insolvenza), né il ritardo nel pagamento. La perdita quindi si può dichiarare tale quando si dichiara l'insolvenza di diritto del debitore, ma solitamente le compagnie ritengono come "Evento generatore di sinistro (EGS)" anche l'insolvenza di fatto, intendendo come tale l'inadempimento contrattuale da parte del debitore, il ritardo superiore ai 180 giorni (limite di tempo oltre il quale il credito entra in sofferenza), la risoluzione arbitraria o il mancato ritiro delle merci, salvo poi riservarsi il diritto di svolgere azioni di recupero del credito

I costi per una polizza di questo tipo possono variare in funzione della rischiosità media del settore di riferimento e della singola impresa (collegata anche alla sua capacità di selezionare la clientela e alle sue esperienze storiche nei pagamenti), della ripartizione del fatturato nei vari Paesi, della tipologia di prodotto venduto (un bene prodotto su commessa, con varie specifiche richieste dal cliente sarà più facilmente oggetto di contestazioni, verifiche ecc.), delle dilazioni concesse e del grado di rischiosità degli strumenti di pagamento richiesti (ad esempio, titoli di credito garantiti faranno calare il rischio e di conseguenza il tasso richiesto).

Per quanto invece concerne le vendite con dilazioni di media durata, compresa tra i 12 e i 60 mesi, (prevalentemente forniture di impianti e macchinari, prodotti ad uso durevole), l'operazione connessa a questo genere di crediti prende il nome di "*supplier credit*": questa consente di strutturare delle condizioni di pagamento

favorevoli per i clienti che avessero necessità di effettuare degli investimenti, tutelandosi al contempo con sufficienti garanzie. Inoltre, questa “sensibilità finanziaria” e la professionalità nell'affrontare i mercati esteri sono viste di buon occhio anche dagli istituti di credito, che potrebbero accettare lo sconto di titoli di credito a tassi agevolati, fornendo preziosa liquidità per investimenti, ricerca & sviluppo ecc.

Per un Paese dalla forte vocazione industriale come l'Italia, questo è uno strumento senza dubbio molto utile, ma tuttora scarsamente utilizzato: prendendo come riferimento le imprese con fatturato superiore ai 2 milioni di euro, per un totale di circa 150.000 soggetti giuridici, solamente 10.000⁶² di questi fa ricorso a mezzi di natura assicurativa per i crediti commerciali; all'interno di questo mercato inoltre, il 50% del giro d'affari appartiene ad un solo player, mentre la quota rimanente viene ripartita fondamentalmente tra altri 3 players. Concentrandosi sui dati sull'assicurazione dei crediti per le esportazioni le cifre calano ulteriormente.

L'operazione di credito fornitore a medio termine, o *supplier credit*, prevede solitamente la corresponsione di una quota di anticipo da parte dell'acquirente, come prova del suo impegno nel portare avanti la trattativa e considerata soprattutto l'onerosità in termini di tempo e di costi di una produzione di un macchinario o di un impianto su commessa; la parte restante del prezzo di vendita può essere regolata con lettera di credito o con titoli di credito (*promissory notes*), meno tutelanti ma anche meno costosi. Questa dilazione, se concessa a controparti estere non particolarmente affidabili dal punto di vista della solvibilità, o residenti in Paesi a rischio, può essere assoggettata ad assicurazione, a fronte del pagamento di un premio.

In alternativa al *supplier credit*, che è assimilabile ad un finanziamento concesso dal soggetto esportatore all'acquirente del Paese estero, con l'assunzione dei relativi rischi, esiste il cosiddetto credito acquirente o *buyer credit*, che prevede la concessione di un finanziamento da parte di una banca italiana (singola o in pool con altri istituti) al compratore estero o ad una banca estera che svolga un ruolo di tramite nell'operazione (cosiddetto *post - financing*). Questa è una tipologia di

⁶² Fonte: Euler Hermes Italia

operazione internazionale che può garantire ritorni economici per tutti i soggetti coinvolti.

Specialmente per tipologie di beni venduti con regolazione a medio-lungo termine, ovvero beni ad utilità pluriennale, è essenziale essere in grado di offrire al cliente il giusto prodotto e con il corretto piano di pagamento, personalizzato ed adatto alle sue esigenze (piani per il futuro, espansione commerciale, flussi di cassa attesi ecc.); questo naturalmente richiede una serie di competenze in ambito finanziario – bancario, ma consente di cogliere molteplici possibilità quando i mercati presentano le situazioni più variegata (inflazione, sistema bancario, regime fiscale, agevolazioni pubbliche per gli investimenti/per la crescita ecc.).

4.6 Cessione dei crediti

Si è parlato sinora degli strumenti di pagamento il cui utilizzo, a volte combinato, va a ridurre sensibilmente il rischio di mancato pagamento da parte del cliente, o lo trasferisce a soggetti più affidabili (banche, per le garanzie, e società di assicurazione crediti, pubbliche o private); quello che meglio risponde a queste esigenze, e che in aggiunta va a finanziare la fornitura, è il credito documentario, tuttavia a causa della sua complessità tecnica ed onerosità, può non essere sempre possibile utilizzarlo.

Qualora l'impresa, oltre a voler ridurre il rischio di mancato pagamento in caso di dilazioni, avesse per qualsiasi motivo esigenza di liquidità, potrebbe ricorrere alla cessione dei crediti, istituto presente nel nostro Paese ormai da diversi anni (nel codice civile la cessione di crediti è disciplinata dagli *Artt. 1260 e ss.*, mentre lo sconto di crediti o titoli di credito è previsto dall'*Art. 1858 e ss.*; per quanto riguarda le agevolazioni sui crediti all'esportazione si fa ancora riferimento alla *Legge Ossola* del 1977, in seguito modificata dal *DLGS 143/98* che, tra le altre cose, istituiva l'ente per i servizi assicurativi per il commercio estero, SACE), ma che è stato oramai superato dalla prassi commerciale e bancaria e dagli accordi a livello internazionale, creando così un ventaglio di nuove soluzioni per le imprese esportatrici.

FORFAITING:

Per forfaiting si intende⁶³ lo smobilizzo pro-soluto di un credito fornitore all'esportazione, intendendo per ciò l'acquisto da parte di una banca o di un *forfaiter* di un credito a medio termine, generalmente regolato tramite titoli di credito cambiari (*promissory notes o bills of exchange*), nella forma della cessione pro-soluto, ovvero senza rivalsa nei confronti del cedente in caso di inadempimento da parte del debitore principale. E' quest'ultimo aspetto a costituire una novità rispetto alle classiche modalità di cessione di crediti con formula "salvo buon fine", ovvero con ri-addebito della somma ceduta e di eventuali spese procedurali sul conto del creditore-esportatore in caso di mancato pagamento da parte dell'acquirente.

Solitamente, per essere smobilizzati con più facilità e con minori costi, i titoli di credito devono essere avallati o garantiti da primaria banca internazionale, e vengono utilizzati moduli standard in lingua inglese

A livello internazionale questo strumento è ampiamente utilizzato, e per questo sono state create dalla Camera di Commercio Internazionale delle linee guida, delle regole uniformi, valide dal 1° Gennaio 2013, per standardizzare le procedure e ridurre incomprensioni o dispute, creando delle "*best practices*" sia per i mercati primari, che per quelli secondari, dove i titoli ceduti vengono scambiati.⁶⁴

I vantaggi per l'esportatore che utilizzi lo smobilizzo nella forma del forfaiting sono:

- Eliminazione del rischio di credito, sia commerciale che politico, e di mancato o ritardato pagamento da parte del debitore, nonché dei rischi di cambio e di tasso su tali crediti;
- Incasso in contanti di un credito altrimenti dilazionato, che comporta la riduzione della voce "Crediti verso clienti", senza intaccare le linee di credito detenute presso istituti bancari, come peraltro avverrebbe nel caso di una

⁶³ (Garioni, 2013)

⁶⁴ Uniform Rules for Forfaiting – URF 800

cessione “salvo buon fine” o pro-solvendo. Miglioramento dell'indice di liquidità e della capacità di indebitarsi.

- Eliminazione della procedura amministrativa di gestione, monitoraggio ed incasso del credito;
- Semplicità della documentazione richiesta e possibilità di smobilizzare crediti anche di importi non particolarmente elevati (>100.000€, per la presenza di determinati costi fissi e commissioni che renderebbero l'operazione troppo onerosa per importi inferiori)
- Possibilità di accedere alle agevolazioni della finanziaria pubblica SIMEST, nella forma di contributi in conto interessi che vanno a diminuire il costo complessivo dello smobilizzo;

Gli svantaggi del forfaiting sono principalmente i costi, crescenti in funzione dei rischi coinvolti nell'operazione di smobilizzo e connessi con il rischio Paese del soggetto acquirente, che si esplicitano con il tasso di sconto tramite il quale si ottiene il netto ricavo della cessione e le varie commissioni, e la limitatezza del campo di applicazione di tale strumento nel caso di Paesi ad alto rischio e di controparti prive di garanzie bancarie.

FACTORING:

Per certi versi simile al *forfaiting*, il *factoring* internazionale è una tecnica di smobilizzo di crediti con dilazioni solitamente inferiori ai 180 giorni, derivanti da esportazioni di merci. Per sua natura quindi, può riguardare forniture di beni strumentali (nella maggioranza dei casi) oppure beni di consumo, pertanto è uno strumento che si presta ad essere utilizzato all'interno di imprese il cui fatturato sia “polverizzato”, con un gran numero di clienti esposti per importi di piccolo taglio.

Ad oggi nel nostro ordinamento viene ancora considerato un contratto atipico, nonostante l'intervento della *legge n. 52/1991* che è andata a disciplinarlo. Perché sia valido, in ogni caso, è necessario che la cessione di tali crediti sia notificata al debitore ceduto e da esso accettata.

A differenza del *forfaiting*, che va previsto contrattualmente ed analizzato caso per caso data l'importanza degli importi sottintesi, con il factoring l'esportatore può decidere di cedere in blocco il suo monte crediti presente e futuro al soggetto denominato *factor*, dandogli l'incarico di curare l'incasso ed eventualmente di finanziare la fornitura con l'anticipazione dei crediti stessi. In aggiunta a ciò il *factor* offre tutta una serie di servizi collaterali, informazioni commerciali su controparti corporate e Paese, sulle leggi locali, ricerca clienti ed agenti ecc.

Per un'impresa poco capitalizzata, con limitate competenze e professionalità o risorse umane per quanto riguarda la gestione e l'incasso di crediti, e con linee di credito non adatte a soddisfare i propri fabbisogni di liquidità (con finanziamenti bancari "tradizionali"), il *forfaiting* nella forma "pro-soluto" può costituire uno strumento interessante, che consente di semplificare la selezione della clientela per solvibilità e la pianificazione dei flussi di cassa in entrata.

I costi di tale decisione (commissioni per le attività di tipo amministrativo - contabilizzazione, scadenziario, solleciti - svolte dal *factor*, interessi sulle anticipazioni ecc.) tuttavia non sono certo esigui, pertanto sarebbe opportuno essere in grado di reperire quante più informazioni possibili sui vari strumenti finanziari offerti sul mercato e sulle loro condizioni, per effettuare paragoni tra di essi relativamente al rapporto costi/benefici, cercando quello più in linea con le proprie esigenze.

Inoltre, nel caso di clienti storici, di particolari settori merceologici o per imprese di piccole dimensioni, dove le relazioni cliente-fornitore sono molto importanti, il fatto di essere ceduti ad un soggetto terzo "sconosciuto" potrebbe non essere visto di buon occhio, e ciò potrebbe causare ripercussioni di carattere commerciale.

In alternativa ai due strumenti appena visti, qualora ad esempio la controparte commerciale o il Paese fossero troppo rischiosi per il mercato, privi di garanzie o avalli bancari o i costi dell'operazione fossero eccessivamente alti, si potrebbe pensare di ricorrere allo "smobilizzo pro - soluto con voltura di polizza SACE".

Come si è visto in precedenza infatti, la copertura assicurativa SACE si rivela molto utile, oltre che per eliminare il rischio di mancato pagamento corporate e Paese,

anche per migliorare la propria posizione agli occhi degli istituti bancari, che saranno più propensi ad acquistare i titoli sottostanti in operazioni di smobilizzo pro-soluto.

Se neppure questa strada fosse percorribile (essendo l'operazione giudicata anche da SACE troppo rischiosa), probabilmente l'esportatore dovrebbe pensare di modificare il tiro delle proprie politiche commerciali, cercando clienti o Paesi meno rischiosi: imporsi degli elevati obiettivi di fatturato senza curarsi della qualità dei clienti serviti può rivelarsi controproducente nel lungo periodo, qualora dovessero sorgere insolvenze e i crediti sorti da queste vendite divenissero inesigibili; l'obiettivo dovrebbe essere mirare ad una crescita "solida", poiché con le fatture di per sé non si cresce, non si investe e non si crea valore.

Al contrario, essere in grado di strutturare operazioni di questo tipo, può consentire all'impresa esportatrice di cogliere opportunità di business interessanti dal punto di vista sia commerciale che finanziario: un cliente residente in un Paese dal sistema bancario fragile e costoso, potrebbe accettare di buon grado di farsi carico dei costi della Polizza SACE e degli oneri finanziari richiesti dall'istituto al quale si chiedi di smobilizzare il credito sottostante. Saper gestire con professionalità tutti i rischi coinvolti nell'operazione internazionale diventa un servizio aggiuntivo offerto al cliente, che sarà ben felice di remunerare. In seguito verrà esposto un esempio numerico per confermare quanto detto.

4.7 Gli accordi di *Consensus* e le agevolazioni finanziarie SIMEST

Per quanto riguarda le forme di agevolazione o di sostegno pubblico alle esportazioni, l'Italia come Paese rientra in un più ampio panorama di accordi internazionali: per creare un ecosistema competitivo omogeneo e orientato alla qualità e ai prezzi delle merci, piuttosto che alle condizioni finanziarie agevolate, sono state create delle linee guida in materia di sostegno pubblico ai crediti alle esportazioni, la maggior parte delle quali rientrano nell'Accordo cosiddetto di "*Consensus*", risalente al 1978.

Questo accordo è nato all'interno dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), nella forma di un "*Gentlemen's Agreement*", più che di

un atto ufficiale dello stesso, e vi partecipano i 27 Paesi dell'Unione Europea più Australia, Canada, Corea del Sud, Giappone, Nuova Zelanda, Norvegia, Svizzera e USA. Altri Paesi, facenti parte dell'OCSE ma anche esterni, possono partecipare all'accordo.

I crediti all'esportazione oggetto del *Consensus* hanno durata superiore ai 24 mesi, pertanto si suppone che tale accordo riguardi prevalentemente beni strumentali e/o di investimento, piuttosto che beni di consumo; le tipologie di supporti pubblici alle imprese possono esplicitarsi in finanziamenti diretti, rifinanziamenti e garanzie, agevolazioni in conto interessi (in caso di smobilizzi pro-soluto presso istituti di credito) o assicurazioni dei crediti all'esportazione, ed è previsto l'intervento di enti pubblici creati ad hoc per lo scopo, in ognuno degli Stati partecipanti (es. *SACE, SIMEST, FINEST* ecc.).

All'interno del *Consensus* vengono suddivisi i Paesi in due categorie, in base al reddito pro capite annuo: nella prima categoria vengono classificati i 25 Paesi considerati ad alto reddito, come da indicazioni della Banca Mondiale, mentre i restanti 185 Paesi rientrano nella seconda categoria; a questi ultimi potranno essere concesse condizioni di vendita e di pagamento più accomodanti, con tempi massimi di rimborso anche doppi rispetto a quelli previsti per le vendite nei Paesi appartenenti alla prima categoria.

Per poter accedere alle diverse agevolazioni pubbliche, è necessario osservare alcune regole e limitazioni⁶⁵:

- Percentuale minima di pagamento *cash*, nella misura del 15%, che l'acquirente/debitore dovrà corrispondere in via anticipata o contestuale alla ricezione o alla spedizione della merce (anche con lettera di credito, quindi); pagamenti in anticipo per percentuali inferiori al 15% avranno come conseguenza la riduzione dell'importo agevolabile (che diverrà pertanto inferiore al'85%).

⁶⁵ Garioni, G. (2013). Imprese e mercati internazionali: soluzioni finanziarie. IPSOA.

Il *Consensus* prevede anche dei rimborsi per le spese sostenute nel Paese dell'acquirente, nella misura del 30% e fino all'ammontare del pagamento cash, solamente per i Paesi della seconda categoria;

- Definizione del punto di partenza del credito: a seconda dei casi, può coincidere con la data di ricezione fisica del bene da parte dell'acquirente (e qui entrano in gioco le codifiche *Incoterm*), con la data di completamento delle costruzioni/installazioni o di ricezione di intere linee di macchinari, o con la data del certificato di accettazione provvisoria dell'impianto o dei lavori. Da questa data in poi avrà inizio il periodo di rimborso del credito; un credito con decorrenza successiva a queste date perderebbe il beneficio del supporto pubblico;
- Massima durata del rimborso: 5 anni per i Paesi di prima categoria, 10 per i Paesi di seconda categoria, con eccezioni (previa comunicazione agli altri Paesi partecipanti al *Consensus*) unicamente per la realizzazione di nuove centrali elettriche (da 12 a 14 anni) e per fonti energetiche rinnovabili o progetti idraulici (18 anni).
- Rimborso del capitale: di norma è prevista una rateizzazione del credito in quote di capitale costanti (ed interessi decrescenti in funzione del debito residuo), da pagarsi semestralmente. La prima rata dev'essere corrisposta entro 6 mesi dal punto di partenza del credito;
- Pagamento degli interessi: come detto, la tipologia d'ammortamento è all'italiana, quindi gli interessi sono decrescenti; il tasso minimo da applicare alla dilazione di pagamento viene indicato mensilmente dall'OCSE, in base ad alcune metodologie di calcolo indicate nell'accordo di Consensus sottoscritto. Tale tasso è il *Commercial Interest Reference Rate (CIRR)*, e la sua applicazione, qualora prevista contrattualmente, consente di accedere alle agevolazioni pubbliche concesse dalla *SIMEST* (contributi in conto interessi), in base al *D.Lgs n.143/1998*.
- Applicazione di un margine di premio minimo per il rischio: una volta giunta ad una modalità di classificazione del rischi sovrani univoca, l'OCSE individua 8 categorie di rischio crescenti (da 0 a 7), grazie alle quali le *Export Credit Agencies (SACE, Coface, Euler Hermes ecc.)* possano definire il premio minimo per l'assicurazione dei crediti all'esportazione dei propri clienti

Nell'ordinamento italiano le linee guida per l'internazionalizzazione e l'intervento degli enti pubblici a supporto degli esportatori, contenute nel *Consensus*, sono state recepite dal *D.Lgs. 143/1998*, che ha riformato la precedente "*Legge Ossola*", ovvero la *277/1977*. In materia di assicurazione dei crediti all'esportazione e di agevolazione finanziaria per tali crediti, tali precetti sono stati recepiti ed integrati, rispettivamente, da SACE (società di assicurazione dei crediti all'export) e da SIMEST (finanziaria pubblica a supporto dell'export e dell'insediamento sui mercati esteri), entrambe controllate dalla Cassa Depositi e Prestiti, che a sua volta fa capo al Ministero dell'Economia e delle Finanze.

4.8 Definizione del fido commerciale

Per tentare di porre un limite alle tensioni che si sviluppano tra l'area commerciale e quella amministrativo-finanziaria aziendale, principalmente a causa di obiettivi tra loro contrapposti (aumento del volume delle vendite da una parte, e contenimento del capitale circolante, delle dilazioni di pagamento, dei ritardi e delle insolvenze dall'altra), molte aziende si dotano di una struttura decisionale di tipo gerarchico, con procedure, ruoli e responsabilità ben definiti, per evitare che alcune scelte vengano prese in modo arbitrario e che si generino inefficienze dovute a comportamenti opportunistici.

Il concetto di fondo è che, nonostante gli obiettivi personali (ad esempio di budget annuale, per ottenere determinati bonus), vi si debbano anteporre il successo e la longevità dell'azienda nel suo complesso; seguendo questa linea di pensiero, si arriva ad affermare che la vendita pertanto non si conclude con l'ordine o con la fattura, bensì con l'incasso del corrispettivo.

Il punto di incontro tra la funzione amministrativa e quella commerciale è costituito dal comitato fidi, di cui possono far parte il direttore commerciale, il direttore amministrativo o finanziario (qualora sia presente), il credit manager, più altri esponenti dell'alta direzione (Amministratore Delegato ecc.), a seconda delle dimensioni aziendali e di quanto questo aspetto della gestione aziendale sia percepito come importante da parte della direzione.

Per fido commerciale si intende⁶⁶ “il livello massimo di rischio di credito teoricamente accettabile che un fornitore decide di assumersi nei confronti di ogni cliente con cui esiste un rapporto di fornitura che preveda un pagamento differito”, in altre parole è l’esposizione massima che l’impresa decide di concedere al suo cliente in una serie di scambi regolati con dilazioni di pagamento.

All’interno di aziende di una certa dimensione, soprattutto per tipologie di vendite ripetitive ad un elevato numero di clienti (perlopiù beni di consumo), si sviluppano delle procedure e degli organi per l’assegnazione di questi fidi.

Dopo un’attenta valutazione del cliente, si decide di effettuare forniture per un ammontare massimo di tot., variabile in base alla durata del rapporto commerciale (questo per i clienti storici, per clienti nuovi in molti casi la fornitura viene regolata in contanti o con lettera di credito), alla strategicità del cliente per il proprio business, ai suoi indicatori di redditività e di bilancio, ai suoi rapporti con le banche, ma anche in funzione dei termini e dei mezzi di pagamento scelti, nonché delle garanzie fornite, in modo molto simile all’assegnazione dei fidi da parte delle banche. La procedura di assegnazione dei fidi può variare da azienda a azienda, in alcuni casi il fido viene calcolato senza tenere conto di eventuali forniture coperte da garanzia o da pagamento sicuro, come la lettera di credito.

Una volta determinato questo importo per cliente, solitamente è preclusa la possibilità per gli agenti o area manager di prendere ulteriori ordini al di sopra di esso (qualora si utilizzino strumenti informatici o *ERP* come SAP, l’inserimento di nuovi ordini è realmente bloccato), finché il cliente non rientri di tali somme. Possono essere concessi degli extra-fidi, ma questi devono essere comunicati, motivati, e soprattutto condivisi da tutti i soggetti coinvolti nel comitato fidi; nel caso di opinioni in contrasto, e soprattutto per importi elevati, la decisione spetta ai livelli più alti del management aziendale, e in ultima istanza al CEO.

Il fido ha una validità temporanea, annuale o infra-annuale: qualora cambino le condizioni per le quali tale fido era stato concesso (improvvisa variazione nella solvibilità del cliente, perdita di grosse commesse, cambi di management/proprietà ecc.), si può decidere di rinnovarlo, ridurlo o revocarlo.

⁶⁶ Professione Credit Manager, metodi e supporti per la gestione del credito commerciale, IPSOA, 2006.

Per questo motivo vengono solitamente fissate delle riunioni periodiche (annuali, semestrali o mensili) con gli attori coinvolti nella gestione del credito, il comitato fidi: tale comitato ha il compito di esaminare volta per volta l'andamento dei crediti, il loro ammontare e i fidi concordati, le loro scadenze e i crediti già scaduti/in sofferenza a quella data.

Per questi ultimi, si dovranno prevedere le eventuali azioni di recupero (con i relativi tempi e costi), o le procedure di svalutazione ed utilizzo dei fondi rischi: per fare ciò si farà riferimento al valore di presunto realizzo, determinato grazie alle informazioni più recenti in merito alla solvibilità del cliente, che giustifichino l'applicazione di quanto previsto dalla normativa civilistica in primis (*Art. 2426*), ma anche di quella fiscale.

Il comitato fidi dovrà inoltre valutare, caso per caso, se si debbano richiedere ai clienti ulteriori garanzie o altre forme di tutela, se si debba sollecitarne qualcuno al pagamento per l'avvenuta decorrenza dei termini, o se si possa pensare ad un piano di rientro, per non dover ricorrere, in ultima battuta, ad azioni legali nei confronti del cliente.

Questo organo ha come scopo la condivisione di informazioni all'interno dell'azienda e la pianificazione, per giungere ad una maggiore coesione, al rafforzamento ed alla crescita come insieme; dall'utilizzo congiunto ed armonico delle capacità tecniche del personale amministrativo/finanziario e di quello commerciale, e dalla ricerca di un giusto equilibrio nei vari interessi, possono nascere delle sinergie preziose per cogliere le opportunità che i mercati offrono, coscienti, al contempo, dei rischi da esse derivanti. Sarebbe sbagliato infatti, rinunciare ad una moltitudine di potenziali affari per massimizzare gli indici finanziari (*DSO*, Liquidità ecc.), ma anche gonfiare le vendite ed il fatturato senza curarsi della qualità della clientela servita.

"In medio stat virtus", si diceva un tempo.

4.9 La Credit Policy aziendale

Una volta analizzate le modalità operative in cui si sostanzia la gestione del rischio di credito all'interno dell'azienda e, per quanto le peculiarità e le esigenze di un'impresa possano variare anche sensibilmente in base alle dimensioni, al settore, alla storia dell'azienda ecc., va detto che quanto visto è da calare nel caso specifico affinché venga assimilato, creando delle procedure di Credit Management più o meno formali, a seconda di quanto richiesto dalla natura del business.

L'obiettivo di queste procedure è quello di creare coesione internamente all'azienda, una comunicazione efficace tra reparti, una maggiore responsabilizzazione dei soggetti coinvolti e la condivisione degli obiettivi, ma anche l'acquisizione di una maggiore professionalità agli occhi del cliente: si vogliono ridurre al minimo incomprensioni, lentezze "burocratiche" negli iter interni e atteggiamenti opportunistici.

In quest'ottica va quindi individuata la "*Credit Policy*" aziendale, un documento contenente le linee guida per gestire i crediti commerciali, ancor prima della loro nascita (collegandosi al *pricing*, alla ricerca e alla valutazione dei clienti potenziali e alla definizione delle modalità e dei termini di pagamento all'interno del contratto), e fino all'incasso di quanto pattuito (*Order-To-Cash*).

"La Credit Policy non dev'essere vista come portatrice di brutte notizie, ma dev'essere interpretata come uno sguardo positivo agli *asset* aziendali (in questo caso i crediti), prendendo atto che anche essi possono costituire un centro di profitto."⁶⁷

La produzione di questo documento dev'essere fortemente incoraggiata dai vertici aziendali, devono essere interpellati i soggetti direttamente coinvolti (commerciale/vendite ed amministrazione), e si deve giungere ad una Policy compresa, condivisa ed adottata da tutti i diversi dipartimenti, o quantomeno quelli che abbiano un ruolo evidente nella creazione di *customer satisfaction*.⁶⁸

⁶⁷ Chartered Institute for Credit Management – Guide to a Credit Policy; P.Stevenson, C.Sanders; 2012 (Rev. 2015)

⁶⁸ European Credit Management Guide: Credit Policy – Glen Bullivant FICM

L'articolatezza e il livello di dettaglio della Policy andranno contestualizzate alla realtà aziendale in oggetto: pensare ad una Policy di 100 pagine per una piccola o media impresa sarebbe pressoché inutile, oltre che controproducente, pertanto ci si orienterà verso una soluzione più snella e di semplice applicazione, inoltre il linguaggio tecnico utilizzato dev'essere comprensibile non soltanto per il personale adibito alla gestione dei crediti, ma anche per il reparto commerciale e per il customer service.

Esistono molti aspetti che possono plasmare la Credit Policy in un modo piuttosto che in un altro⁶⁹: la quota di mercato detenuta dal venditore, la sua forza contrattuale (di imporre condizioni o di subirle) e la strategia commerciale dell'azienda (espansione o consolidamento), i capitali necessari a finanziare le vendite ed i relativi costi, la struttura e le condizioni dei crediti concessi dai propri fornitori, le tipologie e le dimensioni dei clienti, i margini di profitto dell'impresa, la particolarità dei beni venduti (es. installazione di beni strumentali, costruzione, collaudo ecc.) e la vita utile di essi (per beni di consumo le dilazioni di pagamento saranno presumibilmente più ridotte, rispetto a beni durevoli), la pressione competitiva e il benchmark (ovvero la prassi di settore per quanto riguarda pagamenti, dilazioni, tassi ecc.), l'affidabilità creditizia dei clienti, la lunghezza del ciclo monetario del cliente (ad un cliente *retail* che viene pagato esclusivamente in contanti, potranno essere concesse delle dilazioni brevi, se non nulle, mentre nel caso di un ciclo produttivo piuttosto esteso la necessità del cliente sarà orientata verso dilazioni più accentuate), la stagionalità delle vendite e la presenza di garanzie a rinforzo dell'esposizione in crediti.

I contenuti del documento riguarderanno la valutazione dei clienti e dei crediti e l'attribuzione dei limiti di fido , le procedure di "*collection*", le figure chiave e i livelli gerarchici necessari per autorizzare determinate transazioni, per concedere fidi e per gestire crediti in sofferenza o procedure concorsuali, nonché gli obiettivi da raggiungere e le responsabilità attribuite ai diversi soggetti.

Una buona Credit Policy dovrebbe quindi prevedere al suo interno:^{70 71}

⁶⁹ European Credit Management Guide: Credit Policy – Glen Bullivant FICM

⁷⁰ Chartered Institute for Credit Management – Guide to a Credit Policy; P.Stevenson, C.Sanders; 2012 (Rev. 2015)

⁷¹ European Credit Management Guide: Credit Policy – Glen Bullivant FICM

- Una dichiarazione in merito agli obiettivi aziendali;
- Una lista delle tipologie di clienti della società e i relativi settori d'appartenenza;
- Le condizioni di vendita dei prodotti da presentare ai clienti, ivi compresi:
 - Mezzi di pagamento;
 - Regole per gli sconti;
 - Previsione di pagamenti in anticipo, all'installazione o al collaudo, con estrema precisione riguardo la relativa documentazione (per evitare incomprensioni e, di conseguenza, ritardi nei pagamenti);
 - Interessi di mora per ritardi nel pagamento non imputabili ad inadempimenti del venditore;
 - Riserva della proprietà;
- Un metodo di valutazione dei crediti, dei clienti e dei limiti di fido, da aggiornare periodicamente, con l'eventuale attribuzione di rating o codici di rischio;
- Una griglia autorizzativa, per l'approvazione dei limiti di credito, degli extra-fido, delle transazioni di una certa rilevanza e delle rinunce ai crediti.

Un esempio molto semplice potrebbe essere: - fino a 100.000€: *Area Manager*, - da 100.000 a 200.000€: *Credit Manager* o Direttore Commerciale, - da 200.000€ a 500.000€: *CFO*, - oltre 500.000€: *CEO*.

Per ogni livello di *authority* devono essere previsti degli obiettivi e delle responsabilità, inoltre sarebbe opportuno definire le interazioni tra dipartimenti nel perseguimento di tali obiettivi.

In caso di dispute o di opinioni fortemente divergenti tra il reparto vendite/marketing e il credit manager, si può ricorrere ad una figura che funga da "arbitro" per dirimere tali questioni, solitamente l'Amministratore Delegato o il *CEO*;

- I criteri per classificare e gestire i crediti "in sofferenza" e per effettuare accantonamenti in appositi fondi rischi e svalutazione;
- I criteri per il calcolo del *DSO (Days Sales Outstanding)* o di altre *KPI* per monitorare le performance delle operazioni di *collection* e l'andamento dei crediti;
- Le procedure da adottare in caso di crediti scaduti: blocco degli ordini e/o delle spedizioni, solleciti, ricorso ad azioni legali o a soggetti terzi per la *collection* (es. società di recupero crediti, factoring ecc.);

- L'eventuale ricorso a servizi esterni, ad esempio società di informazioni e rating commerciali, società di assicurazione crediti o istituti bancari per lo smobilizzo o altri servizi di *trade finance*.

Nel caso in cui l'impresa operi sul mercato nazionale ed anche su quelli esteri, è auspicabile prevedere delle distinzioni all'interno della Policy, a seconda degli obiettivi aziendali e delle peculiarità di ciascuno dei mercati di riferimento.

4.10 La misurazione delle *performance* e i *KPI*

Per capire se la gestione dei crediti sia effettivamente efficace ed efficiente, se le politiche di marketing e vendite e l'aumento del fatturato siano sostenibili nel lungo periodo rispettando gli equilibri finanziari, e per dare una valutazione oggettiva dell'operato dei soggetti coinvolti, è possibile ricorrere ad alcuni indicatori.

In particolar modo⁷², si vuole comprendere:

- Quanto si sia accorti nell'analisi e nella misurazione del merito di credito di un potenziale nuovo cliente, per l'attribuzione di un nuovo fido, o nella misurazione *in itinere* degli stessi valori per clienti storici (come già detto in precedenza, potrebbero insorgere situazioni critiche da un giorno all'altro);
- Quanto si sia efficienti nella *collection* dei pagamenti, una volta instaurata una relazione commerciale con il cliente;
- Quale sia il livello di integrazione tra la funzione vendite e quella finanziaria, se sia presente o meno la condivisione di obiettivi comuni per la creazione di valore sia per l'azienda, che per i clienti.

In base agli obiettivi aziendali, diversi sono gli indicatori di performance o *Key Performance Indicators (KPI)*, utilizzati:

- *DSO (Days Sales Outstanding)*, generalmente il più utilizzato poiché di semplice applicazione, identifica il periodo medio che intercorre tra la fatturazione e l'incasso del corrispettivo, e viene calcolato come il rapporto tra l'esposizione

⁷² Measuring Performance in Credit Management – L.Theunissen, J.Busuttli; European Credit Management Guide, FICM.

in crediti ad una determinata data e le vendite giornaliere (a credito) del periodo preso in considerazione. La significatività e la portata informativa di questo indicatore possono variare da azienda a azienda, a seconda delle peculiarità di esse (la stagionalità delle vendite o una forte crescita del fatturato possono creare delle distorsioni nel calcolo del DSO); pertanto è opportuno utilizzarlo in base alle proprie necessità, scegliendo l'orizzonte temporale di riferimento (30, 60, 90 giorni ecc.), preferibilmente simile alle dilazioni di pagamento medie concesse ai clienti;

- *Delinquent Days Sales Outstanding (DDSO o Overdue DSO)*: simile al precedente come modalità di calcolo, tiene conto solamente dei giorni di ritardo nel pagamento rispetto a quanto concordato;
- *Aged Debt Analysis*: analisi dello scaduto per categorie o periodi (ad esempio 0-30, 30-60, 60-90, >90 giorni);
- *Incassi – Obiettivo*: misurazione dell'ammontare di incassi in un determinato periodo;
- *Percentuale di crediti scaduti*: percentuale dei debiti scaduti sulle vendite a credito o debiti scaduti da più di tot. (es. >90 giorni);
- *Crediti in sofferenza*: in percentuale sulle vendite di un determinato periodo;
- *Crediti in disputa*: valore dei crediti per i quali sia in atto un procedimento di verifica, una disputa, un arbitrato ecc.;
- *Accuratezza delle fatture*: in numero ed in valore, ad esempio, numero di fatture in un determinato periodo e numero di note di accredito effettuate.

La scelta di questi indicatori sulla base delle proprie necessità, e l'attribuzione di obiettivi e di responsabilità alle persone corrette (le cui leve decisionali possano influire su di essi), possono costituire uno stimolo per una maggior efficienza e per la creazione di valore.

Il Credit Management non dev'essere visto solo come un mezzo per massimizzare gli incassi, o come un ostacolo alle vendite, ma anzi come un mezzo per promuovere vendite sane e cospicui profitti, e per creare solide relazioni con i clienti.

CAPITOLO 5

CASI DI SUCCESSO

Verranno ora descritti ed analizzati quattro casi emblematici di imprese performanti dal punto di vista economico e finanziario, quattro aziende facenti parte del panorama imprenditoriale Veneto che, nonostante le annate difficili attraversate, si sono dimostrate “antifragili”, sfidando i mercati globali, accrescendo e consolidando i propri risultati, sino ad affermarsi come leader nei rispettivi settori.

All'interno di ciascuna di esse la gestione professionale del circolante e del rischio di credito svolgono un ruolo importante, e se ne riporteranno i punti critici e le strategie adottate.

Le aziende in questione sono:

- *Uteco Converting Spa*: società metalmeccanica attiva nel settore dei macchinari da stampa flessografica, all'interno della quale è stata svolta un'esperienza di stage, in cui è stato possibile osservare in prima persona le dinamiche operative e gestionali di un'azienda virtuosa sotto molteplici aspetti;
- *Diesel Spa*: società operante nel settore del “fashion” ovvero nella produzione di capi di abbigliamento *casual* e *alternative luxury*, all'interno del gruppo *OTB*;
- *De Longhi Spa*: società quotata alla Borsa di Milano, produttrice di beni di consumo durevole (piccoli elettrodomestici) per la climatizzazione, il comfort e la pulizia della casa;
- *Zuegg Spa*: impresa secolare (nel 2015 sono stati raggiunti i 125 anni di attività), produttrice di beni alimentari tra i quali conserve, bevande e snack a base di frutta.

UTECO CONVERTING SPA

Azienda metalmeccanica sita a Colognola ai Colli (VR), Uteco Converting Spa è leader nella produzione di macchinari per la stampa flessografica e rotocalco, che vengono utilizzate prevalentemente (per l'80% circa) per il packaging flessibile nel settore *food*.

Grazie agli elevati livelli di Innovazione, Ricerca & Sviluppo e *Know-How* le applicazioni si estendono anche in ambito edile, medico e in alcuni casi, in settori a più alto contenuto tecnologico, tra cui *nanotech*, sicurezza (banconote, carte di credito e documenti), elettronica stampata ed aerospaziale.

Più dell'80% del fatturato viene generato all'estero, ed in particolar modo in Europa e negli Stati Uniti, dove Uteco ha creato una propria rete di vendita ed assistenza contando sull'appoggio della controllata Uteco North America.

Se l'azienda era in attività già da più di 20 anni (nel 2000 era stata acquisita ad un passo dal fallimento da parte dell'imprenditore friulano Renato Chivilò che, avendone, sono stati gli anni 2008 e 2009 a segnare un punto di svolta importante: un brusco calo delle vendite dovuto alla sopraggiunta crisi globale, ad una concorrenza ed una bassa redditività operativa, congiuntamente ad un alto livello di indebitamento verso banche, hanno creato i presupposti per terminare queste due annate in perdita.

Da questo momento di estrema difficoltà, l'azienda si è rialzata: l'ingresso nello scenario di alcune figure manageriali importanti, nonché l'impegno e la dedizione di tutto il personale in ogni ramo dell'azienda, hanno portato Uteco negli anni a venire a crescere e ad espandersi a tassi ragguardevoli, fino ad arrivare nel 2013 a classificarsi come terza azienda italiana per crescita del fatturato nel segmento medie imprese, con un aumento dei ricavi del 34,2%.⁷³.

⁷³ Il Sole 24 Ore del 24/10/2014 n°292

E' proprio dal 2009 che è iniziata l'opera di risanamento ed efficientamento dell'azienda, che ha portato ad una solidità economico – finanziaria encomiabile, che verrà presa come punto di riferimento e qui analizzata.

All'interno di quest'analisi si tratterà della capacità di Uteco di autofinanziare la propria crescita ed i propri investimenti grazie alla generazione di importanti flussi di cassa, che a loro volta derivano da un'elevata redditività e da un controllo ottimale del capitale circolante operativo.

All'interno di quest'ultima macro-categoria si vedrà come viene gestita la politica del credito commerciale in Uteco, come vengano limitate le perdite e come al contempo vengano sfruttate, grazie alle competenze interne, le invitanti opportunità che i mercati esteri offrono.

ANDAMENTO DEI RICAVI, DEI MARGINI E DELL'INDEBITAMENTO

	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
RICAVI DI VENDITA	93.084.922	95.065.286	74.577.624	66.175.808	63.761.671	51.022.586	55.999.142
EBITDA	12.746.140	14.030.755	7.299.837	7.132.675	5.863.838	1.377.846	1.906.914
EBITDA/Ricavi	13,69%	14,76%	9,79%	10,78%	9,20%	2,70%	3,41%
EBIT	11.395.739	12.143.181	5.269.075	5.712.029	3.925.433	111.485	717.799
UTILE NETTO	7.791.692	7.706.675	3.408.774	3.459.478	2.039.345	- 702.427	- 548.347
PFN	- 5.209.336	- 16.835.869	- 5.886.595	- 2.596.732	5.812.301	8.799.424	16.792.165
Debt/Equity	0,13	0,00	0,00	0,02	0,52	0,89	1,50
Oneri Fin.	250.658	274.060	314.971	424.005	611.718	796.379	1.077.108
EBIT/OF	45,46	44,31	16,73	13,47	6,42	0,14	0,67

Fonte: Database AIDA e bilanci aziendali; rielaborazione personale.

Come si è detto, la fase di crescita esponenziale dell'azienda è iniziata dopo il 2009, quando cioè l'azienda non riusciva ad ottenere un reddito dalla gestione operativa sufficiente per poter coprire gli oneri finanziari del cospicuo debito nei confronti degli istituti bancari.

Un prestito obbligazionario dell'importo di 5 milioni di euro contratto nel 2008 ha senz'altro aiutato l'azienda a rimettersi in carreggiata, consentendole di operare le

necessarie correzioni strategiche. In particolare, l'area produttiva ha subito molteplici cambiamenti di natura organizzativa (seguendo un approccio *Six Sigma Lean*), al fine di ridurre gli sprechi di tempo e materiali, assegnare ruoli più definiti ai diversi operatori (montaggio meccanico, elettrico, idraulico ecc.), e velocizzare così la produzione di questi "colossi" per la stampa. Un'operazione di questo tipo, con la riduzione delle tempistiche di assemblaggio dei macchinari anche del 30-40%, ha consentito ad Uteco di ottenere dei notevoli guadagni in termini di efficienza e di rapidità tra la ricezione dell'ordine e la consegna al cliente, risparmiando così svariati milioni di euro.

Una logica di approvvigionamento "*Just-in-time*" inoltre, data la ricercatezza delle richieste da parte dei clienti e la necessità di ridurre il più possibile il livello di investimenti in scorte, ha richiesto un elevato livello di affidabilità, qualità ed efficienza anche da parte dei fornitori. Altro aspetto fondamentale per una migliore gestione e monitoraggio delle risorse, degli approvvigionamenti e del ciclo produttivo è stata l'introduzione del sistema informativo ed *Enterprise Resource Planning SAP*.

I risultati di questi interventi in termini di costi della produzione sono stati evidenti.

Oltre a ciò, le attività di Ricerca & Sviluppo (che vengono svolte nella struttura di eccellenza tecnologica *Converdrome*, realizzata nel 2014 all'interno dello stabilimento), di proposta di soluzioni innovative per le più svariate esigenze dei clienti, nonché di assistenza pre e post-vendita, hanno incrementato il valore unitario dei macchinari, e questo, congiuntamente ad una politica commerciale più strutturata ed un aumento dei volumi di vendita, hanno fatto crescere i ricavi in modo esponenziale.

Con i ricavi in crescita e i costi in calo, già dal 2010 la marginalità operativa (EBITDA) non poteva che beneficiarne: tale valore è passato in un anno da una quota sui ricavi del 2,70% al 9,20%, pari a circa 4,5 milioni di euro di incremento; in tutto questo, grazie alla realizzazione di consistenti flussi di cassa dalla gestione

operativa, l'indebitamento finanziario andava via via assottigliandosi (liquidato il prestito obbligazionario e saldate le posizioni nei confronti delle banche), consentendo alla Posizione Finanziaria Netta (Debiti Finanziari – Liquidità) di raggiungere valori in attivo.

Durante il 2011 e il 2012 il trend di miglioramento della marginalità è proseguito, raggiungendo i 7 milioni di euro ed una percentuale sui ricavi compresa tra il 9,70 e il 10,80%, ma è stato il 2013 l'anno in cui si è assistito ad una vera e propria "fiammata", da tutti i punti di vista: ricavi, margini, posizione finanziaria netta, incidenza del circolante operativo.

Dato il livello qualitativo ed innovativo dei prodotti, l'efficienza e la rapidità di consegna, nonché la professionalità nei servizi offerti (di tipo finanziario, di assistenza post vendita in loco ecc.), Uteco si è distinta positivamente nel panorama della concorrenza del settore, ed ha ottenuto alcune commesse milionarie da colossi della stampa di packaging flessibile, i cui principali clienti sono realtà del calibro di *Coca Cola* e *Pepsi-co*.

In un anno il fatturato è aumentato del 30% (ricavi in crescita di 21 milioni di euro), l'EBITDA è raddoppiato, passando da 7,3 milioni a 14 milioni di euro, per una quota sui ricavi prossima al 15%, e gli incassi hanno raggiunto livelli record (in un anno i depositi bancari si sono "rimpinguati" di 10 milioni di euro).

Tutto ciò ha consentito all'azienda di gettare le basi per nuove prospettive di crescita: la liquidità generata si è concretizzata nell'investimento in un nuovo stabilimento "High-Tech" nella sede di Colognola, il terzo, che verrà utilizzato per efficientare e velocizzare la produzione e l'assemblaggio dei macchinari. Questo, una volta entrato a regime (lasciando spazio quindi a nuove assunzioni di personale altamente qualificato) permetterà all'azienda di raggiungere e superare entro il 2018 un target di 150 milioni di euro di fatturato.

DINAMICA DEL CIRCOLANTE E DEI CREDITI COMMERCIALI

	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Credit Comm.	18.852.932	17.618.564	18.659.406	15.460.175	19.796.379	17.066.163	14.547.421
Debiti Comm.	28.326.915	17.502.284	17.294.943	15.025.305	15.472.959	17.143.871	14.798.346
Rimanenze	44.575.721	32.938.313	27.099.463	25.753.429	26.261.254	23.236.685	27.098.387
Acconti	15.457.843	14.863.555	12.361.534	10.271.349	7.136.321	4.687.076	4.320.852
CCNO	19.643.895	18.191.038	16.102.392	15.916.950	23.448.353	18.471.901	22.526.610
CCNO/Ricavi	21%	19%	22%	24%	37%	36%	40%
DSO	72,79	66,95	90,10	83,55	111,92	118,82	92,23
DIO	297,81	241,73	257,58	296,17	310,29	296,45	347,54
DPO	138,67	94,09	119,10	120,36	132,37	172,91	124,52
DWC	231,93	214,59	228,58	259,36	289,84	242,37	315,24

Fonte: Database AIDA e bilanci aziendali; rielaborazione personale

L'aspetto che più colpisce data la natura del business di Uteco (si parla di macchinari le cui tempistiche di produzione, assemblaggio e collaudo possono arrivare ad alcuni mesi, in aggiunta al fatto che i clienti, dato il considerevole importo ed in base alle proprie disponibilità finanziarie o regimi fiscali ed incentivi agli investimenti, possono richiedere forti dilazioni, rateizzazioni ecc.), e che spiega i numeri sui flussi di cassa (passaggio da 16 mln di indebitamento a 16 mln di posizione finanziaria netta attiva), oltre allo straordinario salto di redditività, è la sostanziale stazionarietà negli anni del Capitale Circolante Netto Operativo nonostante in 6 anni il fatturato sia aumentato di più dell'80%.

In altre parole, dal 2008 al 2014 il peso del CCNO sul fatturato si è dimezzato, passando da una quota sui ricavi del 40% al 20%.

Se si osservano le tempistiche del ciclo monetario (DWC) si vede come, a partire dal 2009, anno di tensione finanziaria e di forti cambiamenti, in cui i pagamenti verso fornitori erano regolati in media in 170 giorni (DPO), l'azienda sia tornata in condizioni di equilibrio, diminuendo sia i tempi di incasso da clienti (DSO) che di pagamento ai fornitori (rispettivamente, di 52 e di 78 giorni).

Il 2014 può essere considerato come un anno di transizione e di assestamento, verso nuovi obiettivi di crescita: la realizzazione del nuovo fabbricato di 7mila

metri quadri ha creato gli spazi fisici per gestire più ordini contemporaneamente, con più rapidità ed efficienza. Il livello delle rimanenze ha infatti riscontrato un “salto” di circa 12 milioni di euro.

Serve tenere a mente però, che quasi nulla di quanto presente in magazzino, al di fuori della componentistica standard, venga creato in base a logiche di produzione “*make-to-stock*”, bensì, vista la particolarità delle richieste dei clienti, si proceda tramite “*make-to-order*”; pertanto, tutto ciò che viene messo a “Stato Avanzamento Lavori”, ovvero i macchinari in fase di realizzazione, è coperto da ordine da parte del cliente, il quale ha già firmato un contratto e pagato un anticipo (del 10-15%). Inoltre, l’aumento delle rimanenze di magazzino è stato coperto da un aumento dei debiti verso fornitori e degli anticipi da parte di clienti, di pari importo.

Focalizzandosi sui crediti commerciali, nuovamente non si può che restare stupiti vedendo la loro costanza anche di fronte a tassi di crescita del fatturato in doppia cifra: ciò presuppone una posizione di forza contrattuale nei confronti dei clienti (che negli anni ha fatto calare le tempistiche di pagamento di circa 50 giorni), ed un livello di professionalità e di organizzazione interna al fine di offrire un servizio professionale, in operazioni in cui le esigenze di tutte le parti coinvolte siano rispettate.

Verrà ora analizzata la strategia di gestione del rischio di credito all’interno di Uteco.

GESTIONE DEL RISCHIO DI CREDITO

Gestire il rischio di mancato pagamento su forniture dal valore unitario di svariati milioni di euro in qualsiasi Paese dell’emisfero risulta di fondamentale importanza, e tutto nasce da una valutazione iniziale del cliente che, si ipotizza, abbia intenzione di acquistare uno o più macchinari, nonché del suo Paese.

Si richiede quindi un’informativa a *Info Provider*, tra i quali compare *Cerved*; il livello di dettaglio delle informazioni richieste può variare a seconda

dell'importanza e della strategicità del cliente: si può richiedere un'informativa generale, riguardo i dati societari (storia dell'azienda, fatturato, numero di dipendenti ecc.), oppure un'informativa "investigativa", molto più dettagliata, consigliata ad esempio se si sta pensando di intraprendere una Joint-Venture o altri accordi di lungo periodo. Le società di *info providing* hanno accesso alle stampe locali ed ai catasti, entrambi utili per venire a conoscenza di fatti anomali nella gestione, ad esempio vendite di asset strategici o cambiamenti repentini nel management aziendale, operazioni straordinarie (fusioni, scissioni ecc.).

Le tempistiche ed i costi per richiedere questo tipo di informazioni possono variare in funzione sia della complessità di quanto richiesto, sia del Paese in cui il soggetto ha domicilio: se un'informativa di base riguardante una società sita nell'Unione Europea o negli Stati Uniti può essere disponibile già dopo un paio d'ore, per informazioni più complesse, o riguardanti Paesi Extra-Ue, possono richiedere anche alcune settimane.

In ogni caso, gli agenti e gli Area Manager visitano il cliente e raccolgono informazioni, che in seguito verranno comunicate al Credit Manager.

Sarà poi compito di quest'ultimo integrare le informazioni ricevute con un'analisi dei bilanci del potenziale cliente, tenendo in considerazione che in alcuni Paesi questi possono essere viziati da elementi derivanti dalla normativa civile o da quella fiscale e la qualità e l'affidabilità dei dati può quindi risultare relativa.

Inoltre l'analisi di bilancio risulta senz'altro utile ma è un'analisi storica, mentre un buon Credit Manager dev'essere anche in grado di cogliere le potenziali opportunità di sviluppo del business con la controparte.

L'affidabilità del cliente può essere valutata anche in base all'elenco delle banche su cui egli si appoggia: in alcuni Paesi la legislazione è piuttosto blanda sull'apertura di piccoli istituti di credito, ma se le banche del cliente rientrano nei circuiti *SWIFT/BIC* si può stare tranquilli.

Trattandosi di Paesi con i quali si abbia poca familiarità, è possibile richiedere anche un parere preventivo a *SACE*, che nel caso si dichiarerà disponibile a coprire il rischio di mancato pagamento (rischio controparte) ed il rischio Paese.

La gestione del rischio di credito in Uteco può suddividersi tra:

- Assistenza tecnica e ricambi
- Vendita di impianti e macchinari

Per quanto riguarda i primi, a meno che non si tratti di pacchetti molto onerosi (ad esempio, un set di ricambi per un intero parco macchine), pagabili quindi con lettera di credito, a seconda del cliente si può optare per un pagamento per cassa/bonifico ad avviso di merce pronta o con altre condizioni.

Nel caso della vendita di macchinari, il rischio di credito viene tenuto sotto controllo principalmente con gli strumenti e le condizioni di pagamento (ad esempio lettera di credito o leasing).

E' prevista per i macchinari una formula di pagamento standard:

- Anticipo del 10-20%;
- 70% una volta effettuato il *FAT (Factory Acceptance Test)*, ovvero il collaudo del macchinario che avviene all'interno dello stabilimento di Uteco, al quale presenza anche il cliente;
- 10% al collaudo finale (*commissioning o Site Acceptance test*), dal cliente.

E' possibile che la seconda e la terza tranche vengano accorpate, in ogni caso è molto probabile che il cliente richieda (o che già le si richieda alla banca per rassicurarlo) delle garanzie bancarie su quanto da lui pagato, principalmente:

- *Advance Payment Bond Guarantee (APBG)*, sull'anticipo versato alla firma del contratto, per l'avvio dei lavori; acquista valore non appena l'anticipo viene versato agli sportelli della banca (del venditore), e può avere una durata di 6-8 mesi (con i relativi costi); viene fatta scadere alcuni giorni dopo la data stimata di spedizione della macchina (con i relativi documenti) o anche dopo l'arrivo della macchina dal cliente. Per ottenerla è sufficiente avere delle linee di credito aperte presso la propria banca e fornire copia del contratto o della fattura di anticipo.
- *Performance Bond Guarantee (PBG)*: viene rilasciata generalmente per l'ultima tranche di pagamento, che si effettua in seguito all'installazione ed il collaudo

della macchina dal cliente, ma può anche riguardare altre clausole contrattuali, ad esempio assistenza, training, servizi in garanzia ecc.

In alcuni casi il timore che i clienti hanno è che non venga ultimata l'installazione della macchina poiché considerato anti-economico per il fornitore (ipotizzando una trasferta dal costo per il venditore di 10.000€ ed un ricavo di 5.000€), quindi questa garanzia viene rilasciata per rassicurarli (a volte viene già prevista nel contratto).

Sebbene l'utilizzo della lettera di credito per questa tipologia di vendita sia auspicabile, in quanto estremamente tutelante per il venditore (per i Paesi più rischiosi viene richiesta anche una conferma da una banca italiana, per accertarsi di incassare il prezzo pattuito non appena la macchina sia pronta per la spedizione), oltre a costituire una prova che il cliente detiene liquidità presso la sua banca o che ha delle linee di credito aperte, è possibile che questa strada non sia percorribile, e che il cliente richieda un pagamento dilazionato (un finanziamento).

Il pagamento dilazionato, qualora non sia possibile ricorrere al *leasing*, prevede l'utilizzo di pagherò cambiari internazionali (*Promissory notes*), nonché l'intervento di SACE per la copertura del rischio di credito nel caso si parli di Paesi rischiosi, e di un istituto di credito che vada eventualmente a smobilizzare i titoli di credito (se vi sia la necessità di reperire liquidità nel breve termine).

Generalmente le clausole richieste da SACE sono previste in tutti i contratti stipulati da Uteco; tra queste rientra la riserva della proprietà sul macchinario venduto.

L'anticipo corrisposto dal cliente alla firma del contratto deve coprire almeno il 15% del valore complessivo, e l'operazione può avere una durata massima di 5 anni.

Nel contratto è inoltre prevista una clausola arbitrale per la risoluzione di liti di vario genere, che verrà svolta di fronte ad una corte arbitrale all'interno di un tribunale internazionale. Le parti che si rivolgono all'arbitro sono obbligate a sottostare alla sua decisione (non è previsto l'appello) e la rapidità della sentenza

non ha nulla a che vedere con i tempi della giustizia italiana (in 2 o 3 sedute/6 mesi massimo la sentenza viene emessa). Le corti arbitrali più rinomate ed efficienti si trovano a Milano, Zurigo, Monaco, New York, Parigi.

Per la determinazione del tasso di interesse da applicare alla dilazione di pagamento, piuttosto di utilizzare il tasso “*Consensus*” (con il quale si avrebbe diritto al contributo in conto interessi di SIMEST), si fa riferimento al tasso di sconto comunicato in precedenza dalla banca, per questa particolare operazione commerciale; i costi del futuro smobilizzo vengono quindi ribaltati del tutto (o quasi) al cliente, come anche il costo della polizza assicurativa di SACE, che gli viene rifatturato una volta ricevuta la polizza dall’agenzia.

Tutto ciò viene comunicato al cliente con estrema trasparenza; un’alternativa sarebbe quella di “mascherare” interessi o altri costi di natura finanziaria nel prezzo della macchina (prassi talvolta adottata da imprese estere), ma si preferisce lasciare intatto il prezzo e la marginalità della macchina, tenendo separata la componente finanziaria dell’operazione.

Si può dire che la gestione finanziaria (sia nella scelta delle condizioni di pagamento, ma si potrebbe dire lo stesso per la gestione del tasso di cambio) si mantenga assolutamente “neutrale” nei confronti della gestione operativa, del “core business” aziendale. L’azienda non è intenzionata a speculare né sui tassi di interesse né tanto meno sulle fluttuazioni dei tassi di cambio, non è il mezzo con il quale vuole portare avanti i propri affari, non è basandosi sull’*alea* dei mercati che Uteco ha ottenuto i grandi risultati che si sono visti; questo genere di trasparenza e di etica professionale è valutata positivamente dalla clientela, genera fiducia: il cliente sa di poter contare su un partner affidabile.

In ogni caso, a conti fatti, ad un cliente di un Paese del Medio Oriente, dell’America Latina o di altri Paesi caratterizzati da un sistema bancario inefficiente ed eccessivamente oneroso, è molto più conveniente concludere l’affare a queste condizioni e ai tassi di mercato applicati dalle banche europee, piuttosto che rivolgersi a banche locali per l’apertura di un finanziamento o di un leasing: i tassi

sarebbero nettamente più alti (si parla di spread fino a 20 punti percentuali!); in seguito si fornirà un esempio numerico di un'operazione di vendita internazionale con intervento di SACE e di una banca.

Nel contratto con il cliente viene riportato lo schema di pagamento: solitamente vengono utilizzate rate semestrali secondo un ammortamento italiano (quota di capitale fissa ed interessi decrescenti in funzione del debito residuo), in quanto più gradite dal mercato (per le cartolarizzazioni o *securitisations*).

Qualora si decidesse di smobilizzare il proprio credito in banca, si effettuerà la cosiddetta "voltura" di polizza, ovvero il trasferimento della polizza di SACE alla banca a garanzia del pagamento da parte del cliente; l'80% del valore viene scontato con la formula pro-soluto, direttamente con un bonifico sul c/c del netto ricavo, il rimanente 20% invece è *pro-solvendo* o "salvo buon fine", e quindi andrà ad utilizzare le proprie linee di credito fino all'avvenuto pagamento e rimarrà iscritto a bilancio. I costi bancari dell'operazione connessi con il rischio di mancato pagamento non saranno certamente elevati, poiché la banca è garantita da SACE dal rischio di credito e Paese.

La voltura di polizza può essere effettuata in ogni momento del periodo di dilazione concesso, inoltre l'iter sarà ancor più facilitato, poiché ci sarà uno storico dei pagamenti delle cambiali da parte del cliente e il rischio complessivo, connesso ai costi di smobilizzo pro-soluto, sarà inferiore.

In momenti di forte liquidità sarebbe poco sensato scontare i titoli di credito, per cui si decide di non volturare la polizza e di portare le cambiali all'incasso per guadagnare sugli relativi interessi.

Questa flessibilità nella gestione dei crediti e nella generazione di liquidità consente ad Uteco di programmare più efficacemente incassi, spese correnti ed investimenti; ciò va a beneficio dell'azienda e di tutti gli *stakeholders* coinvolti (azionisti, management, dipendenti, fornitori, clienti) e crea un effetto benefico, un'esternalità positiva che si estende oltre le mura dello stabilimento di Colognola.

VENDITA DILAZIONATA CON UTILIZZO DI PROMISSORY NOTES, POLIZZA ASSICURATIVA SACE E VOLTURA PER LO SMOBILIZZO PRO-SOLUTO

Per dare una dimostrazione pratica di quanto una serie di competenze finanziarie all'interno di un'azienda possano creare un elevato vantaggio competitivo nella situazione odierna (arrivando a costituire uno strumento di marketing al pari di un prodotto eccellente e una forza vendite strepitosa), si riporta un esempio numerico (con dati fittizi, ma verosimili) di un'operazione di vendita di un macchinario ad un acquirente di un Paese X, al di fuori dell'Unione Europea, caratterizzato da alti tassi di inflazione e da alti tassi di interesse su finanziamenti bancari e leasing, a causa di un sistema bancario inefficiente. Dalle analisi effettuate emerge però che, nonostante la situazione del Paese, l'azienda acquirente sia patrimonialmente solida e si decide di avviare la trattativa.

Il valore nominale di tale macchinario sia **€ 1.200.000,00**; a contratto sia prevista la corresponsione di un anticipo tramite bonifico bancario di **€ 200.000,00** (per comodità di calcolo) alla firma dell'ordine, per finanziare alcuni dei costi di approvvigionamento ed avviare la produzione, oltre a costituire una prova di reciproco impegno a voler portare a termine l'operazione.

Per il restante importo di 1 milione di euro, sia previsto un pagamento dilazionato in 5 anni attraverso l'utilizzo di pagherò cambiari internazionali (*Promissory Notes*) semestrali, a quote di capitale costante (ammortamento italiano) ed interessi decrescenti in funzione del debito residuo.

Data la poca familiarità con il mercato del Paese X e la conseguente rischiosità dell'operazione, si decide di fare richiesta ad una compagnia di assicurazioni (in questo caso, SACE Spa) per la stipula di una polizza a copertura del rischio controparte e Paese. SACE, una volta effettuate le valutazioni del caso, considerando la relativa attendibilità dei bilanci nel Paese X e le poche garanzie fornite, comunica che il prezzo della polizza per la copertura del rischio complessivo (Corporate + Paese), è di **85.000€**, pari all'**8,5%** dell'importo da assicurare; questo premio, da pagare anticipatamente, copre l'intera durata dell'operazione.

Per l'individuazione del tasso di interesse da applicare alla dilazione e quindi per definire l'importo delle cambiali, si fa richiesta ad una banca italiana (o europea) di comunicare i costi in termini di tasso di sconto che eventualmente applicherebbe

per smobilizzare *pro-soluto* il credito connesso a quest'operazione; il tasso che viene comunicato è del **3,5%** annuo.

Si definisce pertanto lo schema di pagamento sui 5 anni di dilazione, e lo si comunica al cliente:

CON DILAZIONE DI PAGAMENTO + GARANZIA SACE E SMOBILIZZO PRO SOLUTO			
QUOTA CAPITALE	QUOTA INTERESSI	RATA	DEBITO RESIDUO
100.000	17.500	117.500	900.000
100.000	15.750	115.750	800.000
100.000	14.000	114.000	700.000
100.000	12.250	112.250	600.000
100.000	10.500	110.500	500.000
100.000	8.750	108.750	400.000
100.000	7.000	107.000	300.000
100.000	5.250	105.250	200.000
100.000	3.500	103.500	100.000
100.000	1.750	101.750	-
1.000.000	96.250	1.096.250	

L'alternativa per il cliente del Paese X sarebbe rivolgersi ad una banca locale per un finanziamento denominato in valuta locale (molto volatile) o in valuta straniera, con cui provvedere al pagamento della fornitura. Il tasso di interesse applicato dalla banca su un finanziamento in euro, data la rischiosità del Paese, la difficoltà di attingere ai canali interbancari e lo spread applicato al cliente, sarebbe pari al 15%.

Questo sarebbe pertanto lo schema di pagamento dilazionato:

CON FINANZIAMENTO BANCA LOCALE			
QUOTA CAPITALE	QUOTA INTERESSI	RATA	DEBITO RESIDUO
100.000	75.000	175.000	900.000
100.000	67.500	167.500	800.000
100.000	60.000	160.000	700.000
100.000	52.500	152.500	600.000
100.000	45.000	145.000	500.000
100.000	37.500	137.500	400.000
100.000	30.000	130.000	300.000
100.000	22.500	122.500	200.000
100.000	15.000	115.000	100.000
100.000	7.500	107.500	-
1.000.000	412.500	1.412.500	

Andando a confrontare le due soluzioni di pagamento, si può notare come, considerando da un lato l'opzione offerta dall'impresa venditrice, con l'addebito della polizza SACE e l'applicazione di un tasso di interesse attivo in linea con quello del successivo smobilizzo, e dall'altro lato il finanziamento ottenibile dalla banca locale, vi è un risparmio netto, su 5 anni, di:

$$412.500 - 96.250 - 85.000 = \boxed{231.250 \text{ €}}$$

L'abilità di costruire un'operazione finanziaria di questo tipo, che consenta al cliente di risparmiare risorse, costituisce un servizio aggiuntivo, una leva di marketing che potrebbe eliminare ogni dubbio da parte del cliente convincendolo a finalizzare l'acquisto e a non rivolgersi alla concorrenza.

Oltre a ciò, dialogare con diversi enti bancari ed assicurativi per effettuare confronti tra le offerte e contrattare sulle condizioni potrà anche richiedere una certa *expertise*, ma consente di coprirsi dai rischi finanziari e di generare liquidità dai propri crediti commerciali in tempi brevi e con costi contenuti, e questa flessibilità nelle entrate di cassa sicuramente premia.

Si può parlare, in sostanza, di una forma di vantaggio competitivo.

DIESEL SPA E OTB SPA

Nata nel 1978 dal genio creativo di *Renzo Rosso* come azienda produttrice di tessuto *denim*, Diesel è cresciuta negli anni, per diventare leader mondiale nel settore dell'abbigliamento casual *premium*.

L'azienda non vende tuttavia solo prodotti di abbigliamento: Rosso ha trasmesso ai suoi prodotti una certa filosofia o *vision*, connessa all'idea di identità ed espressione di sé, e ciò si riflette nel brand Diesel.

Questo principio di *lifestyle* può essere applicato a numerose tipologie di prodotti, e infatti Diesel collabora, attraverso accordi di licenza, con aziende produttrici di gioielli ed accessori, fragranze, passeggini, automobili, cicli e motocicli, come anche con produttori di arredamento.

Dal 2000, per proseguire la sua espansione sui mercati globali, ha iniziato ad acquisire nuovi marchi e a creare così un *portfolio* di brand (*Marni*, *Maison Margiela*, *Staff International*, *Viktor & Rolf*) che riunisce sotto una *holding* di nuova costituzione (*Only The Brave*, in seguito *OTB*).

ANDAMENTO DEI RICAVI, DEI MARGINI E DELL'INDEBITAMENTO

DIESEL SPA	2014	2013	2012	2011	2010
RICAVI DI VENDITA	455.340.544	477.946.070	520.608.952	480.372.100	472.043.489
EBITDA	55.578.262	69.665.495	104.682.907	93.047.694	96.397.236
EBITDA/Ricavi	12,21%	14,58%	20,11%	19,37%	20,42%
EBIT	23.001.007	37.139.961	70.865.777	58.681.808	65.056.598
UTILE NETTO	27.261.026	26.930.383	63.269.808	69.200.738	52.925.615
PFN	- 15.461	- 22.089	- 38.315	- 523.094	- 1.202.160
Debt/Equity	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Oneri Fin.	21.117	363.969	388.463	329.901	323.348
EBIT/OF	1089,22	102,04	182,43	177,88	201,20

Fonte: Database AIDA; rielaborazione personale

Osservando le performance reddituali di Diesel Spa si nota subito un'elevata redditività operativa (EBITDA/Ricavi), di gran lunga superiore alla media del settore: ciò dimostra un elevato valore qualitativo dei prodotti, che viene comunicato adeguatamente al pubblico. La marginalità è andata riducendosi negli ultimi due anni a causa di una riorganizzazione dei punti vendita, degli showroom e di una perdita di fatturato *wholesale* di circa 100 milioni di euro, secondo una logica di espansione internazionale del gruppo OTB attraverso tutti i suoi marchi.

In ogni caso, osservando solamente i bilanci di Diesel Spa si potrebbe percepire un'immagine incompleta dei risultati e delle potenzialità del gruppo, pertanto si è pensato di osservare il quadro completo, includendo in quest'analisi anche i valori derivanti dal bilancio consolidato di OTB.

OTB SPA	2014	2013	2012	2011	2010
RICAVI DI VENDITA	1.535.854.768	1.551.622.719	1.480.203.671	1.350.368.536	1.310.401.552
EBITDA	123.496.843	146.613.489	215.259.286	197.577.500	173.929.356
EBITDA/Ricavi	8,04%	9,45%	14,54%	14,63%	13,27%
EBIT	25.607.744	51.098.177	123.524.101	99.875.781	81.259.449
UTILE NETTO	5.503.055	1.205.274	66.700.766	51.264.141	38.872.906
PFN	- 106.351.033	- 57.316.014	- 178.205.736	- 118.835.827	- 80.336.778
Debt/Equity	0,06	0,10	0,06	0,06	0,07
Oneri Fin.	5.775.998	5.438.312	4.585.076	6.605.414	6.304.725
EBIT/OF	4,43	9,40	26,94	15,12	12,89

Fonte: Database AIDA; rielaborazione personale

A livello di gruppo si possono notare tassi di crescita e di redditività importanti fino al 2012, per poi raggiungere un punto di stallo a partire dal 2013: le vendite complessivamente si sono mantenute stabili, e ciò dimostra che il calo nel fatturato del marchio Diesel come conseguenza della chiusura dei punti vendita è stato colmato dagli aumenti delle vendite degli altri marchi (Marni e Staff International *in primis*).

Per ottenere questa riorganizzazione del gruppo e per creare le basi per i piani di crescita futuri sono stati effettuati investimenti importanti (dal 2012 al 2013 le disponibilità liquide del gruppo hanno visto un decremento di 70 milioni, ed è stato richiesto anche l'intervento di istituti di credito per circa 50 milioni, di cui 12

a lungo termine), investimenti che, secondo il *patron* Rosso ed il management del gruppo, inizieranno a produrre profitti a partire dal 2016.

L'azienda è solidissima dal punto di vista economico e finanziario, e questo "stravolgimento" degli ultimi due anni è soltanto la dimostrazione della sua visione lungimirante e creativa, della sua capacità di mettersi sempre in discussione, di cambiare le regole del gioco, di essere dirompente, e tutto ciò è coerente con la filosofia aziendale; potrà anche sembrare rischioso se si considerano le performance economico-finanziarie di breve periodo (che comunque restano ottime, la Posizione Finanziaria Netta è abbondantemente in attivo, con 170 milioni di euro di disponibilità liquide), ma le consente di essere un ostico ed imprevedibile concorrente per le *big* del lusso a livello mondiale.

"Be stupid! Essere uno stupido significa essere una persona che osa, che ha coraggio, che usa il cuore prima del cervello, che crede nel nuovo anche se è pericoloso...".
(R.Rosso)

DINAMICA DEL CIRCOLANTE E DEI CREDITI COMMERCIALI

DIESEL SPA	2014	2013	2012	2011	2010
Crediti Comm.	22.840.959	23.795.709	29.041.998	30.219.467	22.911.850
Debiti Comm.	83.983.397	94.925.259	94.805.333	102.603.246	87.942.630
Rimanenze	87.831.856	89.777.527	89.142.512	90.587.337	74.688.847
Acconti	965.095	1.436.880	1.543.046	660.041	1.125.166
CCNO	25.724.323	17.211.097	21.836.131	17.543.517	8.532.901
CCNO/Ricavi	5,65%	3,60%	4,19%	3,65%	1,81%
DSO	18,31	18,17	20,36	22,96	17,72
DIO	196,42	189,67	175,62	183,18	176,17
DPO	90,33	98,40	96,74	105,56	95,83
DWC	124,40	109,44	99,24	100,58	98,06

Fonte: Database AIDA; rielaborazione personale

Dopo aver considerato la crescita e la redditività dell'azienda, si va ora ad osservare i movimenti del capitale circolante netto operativo e delle sue componenti.

Anche in questo caso, date le dinamiche infragruppo e per non considerare solamente una porzione del quadro complessivo (più dell'80% dei crediti iscritti nell'attivo circolante di Diesel Spa riguardano crediti verso controllate) si riporteranno anche i dati del bilancio consolidato della Holding OTB Spa.

OTB SPA	2014	2013	2012	2011	2010
Crediti Comm.	235.476.458	231.153.312	241.934.298	239.546.770	230.573.115
Debiti Comm.	238.967.508	251.645.786	229.949.811	248.522.856	203.603.097
Rimanenze	388.117.496	382.556.769	347.176.084	327.087.070	269.239.101
Acconti	11.821.946	12.509.807	9.581.067	660.041	1.125.166
CCNO	372.804.500	349.554.488	349.579.504	317.450.943	295.083.953
CCNO/Ricavi	24,27%	22,53%	23,62%	23,51%	22,52%
DSO	55,12	53,65	58,56	63,84	63,45
DIO	319,98	306,19	284,41	299,85	260,32
DPO	78,32	80,74	80,51	93,98	81,96
DWC	296,79	279,11	262,45	269,71	241,81

Fonte: Database AIDA; rielaborazione personale

Nell'analisi dei settori descritta nel capitolo precedente, si identificava come aspetto critico nel settore dell'abbigliamento la gestione delle scorte e del magazzino, e questo lo si può riscontrare nei dati di OTB.

Considerando i crediti e i debiti commerciali in un orizzonte temporale di 5 anni, questi vanno sostanzialmente a compensarsi ed anzi, confrontando le dilazioni concesse ai clienti e dai fornitori, il peso dei *DPO* ha un effetto positivo sul circolante.

Ciò che va ad impattare maggiormente sul circolante e che negli anni ha fatto sì che il peso del CCNO sui ricavi aumentasse, seppur di poco (dal 22,52% al 24,27), sono le rimanenze: la sovrapposizione delle diverse stagioni (Spring-Summer, Fall-Winter, da considerare in modo speculare nei due emisferi), necessita di un generoso accumulo di scorte per far fronte agli ordinativi nei diversi Paesi.

Nel complesso il livello di CCNO può sembrare elevato, ma è supportato più che adeguatamente dalla redditività della gestione caratteristica e dalla liquidità già

detenuta; inoltre, una volta che i risultati operativi si saranno stabilizzati dopo questa riorganizzazione interna, anche il ricorso al credito bancario non sarà certo un problema.

Parlando, infine, delle dilazioni di pagamento richieste ai fornitori, non si può non menzionare l'impegno di OTB a sostegno dell'intera filiera di fornitura e subfornitura connessa alla realizzazione dei suoi capi (per un totale di 455 piccole imprese in tutta Italia), che si esplicita nel progetto di *reverse factoring* dall'acronimo *C.A.S.H. (Credito Agevolato-Suppliers Help)*: grazie ad un accordo tra OTB ed *IFITALIA* (Gruppo *BNL*), stipulato peraltro in un periodo di ristrettezze nel credito bancario, il gruppo di Rosso ha aperto una linea di credito per una cifra iniziale di 50 milioni di euro presso la società di factoring, affinché concedesse finanziamenti a tassi super-agevolati (si parla di tassi del 3% contro il 12-13% applicato in media alle PMI in pieno credit crunch)⁷⁴ alle imprese più meritevoli della catena di fornitura, quindi anche per smobilizzare i propri crediti nei confronti della Holding vicentina.

Il rating per queste imprese viene definito in parte in modo quantitativo (e quindi da bilanci e scritture contabili), ma soprattutto grazie ad un'analisi di tipo qualitativo (fornita da OTB stessa), basandosi sulla qualità del servizio offerto, sull'affidabilità in termini di tempistiche di produzione e consegna, sull'assistenza tecnica ecc.

“Il progetto C.A.S.H. è una dimostrazione della volontà di OTB di aiutare concretamente l'industria tessile italiana. Quest'iniziativa va a favore dei più meritevoli partner dell'azienda, e si prefigge lo scopo di contribuire allo sviluppo e al miglioramento delle performance complessive del settore, rendendo onore all'eccellenza italiana e contribuendo a supportare il Made in Italy.” (OTB – Group Profile)

⁷⁴ R.Rosso

Questa è un'ulteriore prova della solidità e della "sostenibilità" del gruppo OTB, la prova che il successo di una grossa azienda può essere esteso anche al di fuori di essa, moltiplicandone gli effetti benefici.

GESTIONE DEL RISCHIO DI CREDITO

La gestione dei crediti commerciali non avviene ancora a livello di gruppo OTB, ma è in programma la centralizzazione di questa funzione, come del resto sono centralizzate presso lo *Shared Service Center (SSC)* la gestione documentaria, dei finanziamenti presso banche e degli investimenti.

L'espansione dei volumi di vendita di Diesel all'estero, oltre che tramite le proprie filiali e punti vendita di proprietà, avviene attraverso dei grossi distributori.

Ipotizzando un nuovo cliente, un distributore che voglia gestire le vendite per un intero Paese, sarà necessario stipulare dei contratti di distribuzione, quindi, oltre all'intervento dell'ufficio legale per la corretta stesura, è richiesta la presenza del Credit Manager per definire le condizioni contrattuali, di pagamento ecc.

Prima di intraprendere qualsiasi relazione commerciale con un potenziale cliente, si effettuano delle ricerche e delle analisi, ricorrendo sia a fonti ufficiali, da *info provider* (quali *Cerved* o *Cribis*), che a informazioni ufficiose, fornite dalla propria forza vendite e dagli area manager, che daranno un parere sulla controparte, ma anche da altri Credit Manager fornitori dello stesso distributore (all'interno della rete *ACMI*, l'Associazione Credit Manager d'Italia).

Vengono richiesti bilanci ed ulteriori report informativi aggiornati periodicamente, con l'obbligo di informare, ad esempio, qualora vi siano cambiamenti nelle compagini sociali o altri eventi degni di nota (fusioni, scissioni ecc.). Di prassi viene anche chiesto quale sia il portafoglio di brand gestiti dal distributore.

Si giunge quindi alle condizioni di pagamento: se si tratta di un nuovo cliente, solitamente si ricorre al pagamento anticipato in aggiunta ad una garanzia

bancaria, oppure ad una lettera di credito in aggiunta alla garanzia. Qualora la relazione commerciale si consolidi nel tempo e si provi l'affidabilità creditizia del cliente, si potrà parlare di dilazioni.

Un fattore che senz'altro complica la gestione del credito in un'azienda *fashion* è la stagionalità delle vendite.

La vendita si struttura in questo modo: presentazione delle collezioni (nella sede di Breganze o in uno Showroom) e *Sales Campaign* (raccolta ordini). Per uno stesso nominativo/cliente ci si può trovare ad avere 2 o 3 stagioni a scadenziario, sovrapposte, di cui una in spedizione, la quale avviene quando il *customer service* o le spedizioni ricevono l'alert dai fornitori, quando è pronta la merce.

È prevista anche la vendita del campionario, e quindi si possono avere fatture con 3-4 condizioni di pagamento, a seconda delle collezioni già richieste, degli accordi per il marketing (fornitura di cartelloni ed allestimenti per i punti vendita), che creano relazioni di credito-debito con i clienti, accrediti, compensazioni, ecc.; altra formula talvolta utilizzata è la *Sales or Return (SOR)*, che consiste nella restituzione o nello scambio della merce perché il distributore non l'ha venduta o per difetti di fabbricazione (naturalmente entro un tot. prefissato). Tutto ciò va a complicare la gestione dei crediti e delle scorte e va gestito con particolare attenzione.

Per i distributori esteri fidati, solitamente viene richiesto un pagamento in anticipo standard del 30% a conferma dell'ordine (entro 15-20 giorni), e non vengono richieste ulteriori garanzie. Per la parte rimanente solitamente si richiedono garanzie bancarie sul pagamento o *Stand-by L/C*.

Le dilazioni di pagamento variano anche in funzione dei tempi di spedizione o *leading time*.

Nel corso del tempo (di stagione in stagione o di semestre in semestre), è necessario che il distributore rinnovi la garanzia bancaria (e anche da questo si capisce se il cliente è affidabile o meno: qualora non rinnovassero la garanzia sarebbe un campanello d'allarme e bisognerebbe comprenderne le cause).

Si richiedono garanzie bancarie a copertura di una determinata percentuale del *Global Order Book (GOB)*, ad esempio il 20%. e si cerca di fare in modo che queste garanzie siano abbastanza generiche, ovvero che prevedano l'escussione sia per mancato pagamento, ma anche come risarcimento o penale, o per il mancato ritiro della merce nei tempi e nei luoghi stabiliti. Naturalmente la richiesta di garanzie troppo onerose, soprattutto di questi tempi, non verrebbero prese in considerazione da parte dei clienti, quindi sarebbe consigliabile fare delle richieste "fair". Se un cliente da un anno all'altro dovesse richiedere un ordinativo più alto, sarà necessario che rinnovi la garanzia.

Dato che sarebbe pressoché impossibile gestire tutti gli scadenziari manualmente, l'azienda si avvale del supporto informativo del software gestionale *SAP* per la parte di *Finance* (in aggiunta al software *Stealth*, per la gestione per le fasi degli acquisti e della produzione, creato appositamente per il settore fashion).

Ad ogni stagione si svolge un comitato crediti, al quale partecipano l'Amministratore Delegato di OTB, il Finance Manager di Diesel, l'Amministratore Delegato di Diesel Spa, il Direttore Commerciale e il Credit Manager. Data la stagionalità delle vendite, nel reporting che viene presentato durante il comitato crediti, si considera il fatturato stagione per stagione, e non anno per anno, e si evidenziano le variazioni degli ordinati e i livelli di rischio associati al portafoglio clienti.

Durante i comitati crediti si stabiliscono e si aggiornano i fidi per ogni cliente, che quantificano la componente di rischio che resta a carico dell'azienda, cioè non coperta da garanzie, lettere di credito ecc.

Risulta importante il concetto di rotazione del fido, ovvero il rientro da parte del cliente delle somme dovute, per poter procedere con nuovi ordinativi; qualora il fido fosse già completamente utilizzato, il reparto commerciale non potrebbe prendere ulteriori ordini (esistono delle griglie autorizzative per la forza commerciale), a meno che, per particolari motivazioni, il comitato non decida di concedere in via straordinaria un extra-fido.

Oltre al comitato crediti, ogni trimestre si procede con un'analisi del deterioramento dei crediti, Paese per Paese, filiale per filiale.

I criteri per la gestione del rischio di credito e le varie responsabilità saranno definite nella nuova Credit Policy di gruppo, che andrà a sostituire l'ormai superata Credit Policy di Diesel Spa.

DE LONGHI SPA

Nata nel 1902 come azienda produttrice di stufe a legna, è oggi una delle società più performanti nel panorama imprenditoriale Veneto ed Italiano.

Ha debuttato alla Borsa di Milano nel 2001, per raccogliere le risorse necessarie allo sviluppo del business per linee esterne, attraverso l'acquisizione di nuovi marchi nei settori del comfort e della climatizzazione (*Climaveneta* e *DLRadiators*) e dei piccoli elettrodomestici (*Kenwood*, *Ariete*, *Braun* ecc.).

Oggi il prodotto di punta dell'azienda sono le macchine per il caffè ed i piccoli elettrodomestici, per la cottura dei cibi, la cura della casa, la climatizzazione ed il riscaldamento domestico.

Nel 2012 l'azienda ha scorporato la Business Unit della climatizzazione professionale (impianti di condizionamento e riscaldamento per strutture industriali, centri commerciali ecc.) creando *DeLclima Spa*. Nel 2015 la nuova entità frutto di questo spin-off è stata acquisita dal colosso giapponese *Mitsubishi Electric Co.*, per un valore complessivo pari a 660 milioni di euro, ovvero ben 14 volte l'EBITDA.

La crescita costante in termini di fatturato, margini ed utili, anche durante il periodo di crisi dei consumi interni in Italia, è stata possibile grazie alle vendite sui mercati esteri, che costituiscono l'85% del business di De Longhi.

Nel 2014 è risultata la prima azienda italiana per rendimento in Borsa e la seconda a livello mondiale nel settore dei beni di consumo durevole⁷⁵ (l'unica, assieme a *Brembo*, a comparire nella classifica globale delle società quotate), grazie alla solidità dei suoi risultati nel periodo 2010-2015, che ha ispirato fiducia negli investitori di tutto il mondo.

⁷⁵ Global Rankings – Boston Consulting Group; 2015.

I principali concorrenti sono la russa *Bork*, la francese *SEB* (*Rowenta, Moulinex, Krups*; 4,2 miliardi di euro di fatturato) ed il colosso olandese della tecnologia *Philips*, gruppo multi-business da 21,4 miliardi di euro di fatturato che negli ultimi anni sta investendo molto sui settori più redditizi: tecnologie per l'*Healthcare* ed impianti di illuminazione di ultima generazione.

Con questi nomi con cui fare i conti, la costante crescita e la conquista di fette di mercato sempre più importanti da parte di De Longhi è certamente una prova dell'eccelsa qualità dei prodotti offerti, sempre più performanti, efficienti e rispettosi dell'ambiente.

ANDAMENTO DEI RICAVI, DEI MARGINI E DELL'INDEBITAMENTO

	2014	2013	2012	2011
RICAVI DI VENDITA	1.704.479.000	1.606.763.000	1.506.039.000	1.406.152.000
EBITDA	257.598.000	237.761.000	220.956.000	202.210.000
EBITDA/Ricavi	15,11%	14,80%	14,67%	14,38%
EBIT	210.780.000	192.895.000	185.366.000	171.280.000
UTILE NETTO	127.224.000	117.491.000	118.459.000	90.527.000
PFN	- 103.622.000	- 36.738.000	44.430.000	- 81.313.000
Debt/Equity	0,36	0,35	0,45	0,13
Oneri Fin.	42.574.000	37.882.000	34.934.000	33.694.000
EBIT/OF	4,95	5,09	5,31	5,08

Fonte: Database AIDA; rielaborazione personale

Come si diceva, la crescita ha mantenuto negli anni tassi considerevoli, basti guardare il Margine Operativo Lordo/EBITDA e gli utili netti di gruppo; questo è stato possibile grazie alle eccellenti politiche commerciali e alle acquisizioni dei nuovi marchi (*Braun* in primis).

I primi dati sul 2015 confermano questo trend, con i ricavi in crescita (anche se inferiori alle aspettative del mercato) del 9,50%, a 1,891 miliardi di euro, grazie soprattutto alle vendite di macchine da caffè (diventate il prodotto di punta), ed un EBITDA pari a 281,7 milioni di euro, ovvero il 14,9% dei ricavi.⁷⁶ Per il 2016 si prevede il superamento della soglia di 2 miliardi di euro di fatturato.

⁷⁶ De Longhi Group – Investor Relations 2016

Osservando la redditività e la crescita media del settore dei prodotti per la casa/prodotti di consumo durevole, De Longhi corre ad una velocità più che doppia (crescita del fatturato media del 7-8% negli ultimi 4 anni e 14-15% di marginalità di De Longhi contro una media del settore, rispettivamente, del 4% per la crescita dei ricavi e del 6,5% per l'EBITDA⁷⁷).

L'indebitamento finanziario negli ultimi anni si è sempre tenuto a livelli piuttosto elevati, complice il basso costo del denaro (per le imprese solide), ma sempre più che sostenibili, data la straordinaria redditività operativa; ciò spiegherebbe la generosa disponibilità di risorse liquide nelle casse aziendali (388 milioni di euro su depositi bancari a fine 2014), che vanno a complemento dei flussi generati dalla gestione caratteristica, e che consentiranno a De Longhi di espandersi ulteriormente tramite acquisizioni.

Gli oneri finanziari inoltre, comprendono i costi connessi alla gestione del rischio di cambio, in aumento rispetto all'anno precedente soprattutto per evitare perdite derivanti dalla svalutazione del Rublo russo.

Variazioni significative dei valori di indebitamento (Debt/Equity) dal 2011 al 2012 sono dovute sostanzialmente alla modifica dell'assetto societario e allo scorporo del ramo d'azienda relativo ai prodotti *Professional* (impianti di climatizzazione e refrigerazione industriali), confluito nella neo-costituita *DeLclima Spa*, poi ceduta al gruppo giapponese *Mitsubishi Electric Co.*

⁷⁷ K-Finance – Analisi sull'attrattività dei settori italiani, 2016

DINAMICA DEL CIRCOLANTE E DEI CREDITI COMMERCIALI

	2014	2013	2012	2011
Crediti Comm.	366.159.000	335.233.000	381.233.000	349.490.000
Debiti Comm.	382.545.000	345.666.000	351.731.000	330.766.000
Rimanenze	318.998.000	285.373.000	273.758.000	277.984.000
CCNO	302.612.000	274.940.000	303.260.000	296.708.000
CCNO/Ricavi	17,75%	17,11%	20,14%	21,10%
DSO	77,47	75,10	90,89	89,51
DIO	149,74	143,26	142,58	150,71
DPO	112,70	109,17	120,41	116,02
DWC	114,51	109,19	113,06	124,20

Fonte: Database AIDA; rielaborazione personale

Per quanto riguarda l'investimento in capitale circolante, De Longhi dimostra una buona capacità di mantenere, anche di fronte a tassi di crescita del fatturato del 7-8% annuo, un livello costante di CCNO in valore assoluto, facendo così diminuire il peso sul fatturato dal 21 al 17,75%.

I crediti verso clienti (366 milioni di euro, al netto del fondo svalutazione di 17 milioni) sono aumentati di 31 milioni rispetto al 2013, e ciò è il risultato da un lato di un'attenta gestione del portafoglio crediti e di maggiori cessioni effettuate a fine anno (pari a un totale di 613,2 milioni di euro di crediti alla società di *factoring*), e dall'altro di un incremento dovuto all'effetto cambi.⁷⁸

Anche il magazzino nel 2014 ha visto un sostanzioso aumento (13%), per le maggiori scorte accumulate in alcuni mercati in previsione di maggiori vendite e per un effetto cambi negativo.

I debiti verso fornitori sono aumentati a causa dei maggiori costi produttivi connessi all'espansione delle vendite e a causa dell'effetto cambi.

⁷⁸ De Longhi Group – Relazione Finanziaria Annuale al 31 Dicembre 2014

LA GESTIONE DEL RISCHIO DI CREDITO

La gestione del rischio di credito perseguita da De Longhi, si può definire una gestione flessibile: con questo si intende dire che il gruppo non adotta una strategia di contenimento del rischio “blindata”, come potrebbe essere, ad esempio, una policy che preveda l'utilizzo esclusivo di lettere di credito, pagamenti anticipati, garanzie, scadenze tassative pena il blocco automatico delle consegne ecc.

Utilizzare questo tipo di accorgimenti può portare certamente a dei notevoli benefici dal punto di vista finanziario, ma può al contempo precludere alcune ghiotte possibilità di espandere il proprio business con le vendite.

Negli anni, per crescere ed strappare quote di mercato alle multinazionali dell'elettronica di consumo sono state utilizzate le dilazioni e le modalità di pagamento come strumento di marketing, evitando naturalmente di concedere dilazioni eccessive a clienti troppo rischiosi, non affidati ecc.

Questo non significa che l'azienda si prenda dei rischi ingiustificati, ma significa essere in grado di comprendere il valore e le potenzialità delle transazioni commerciali ed i rischi che queste comportano, andando a modificare il tiro in base alle esigenze; ciò significa che all'interno di De Longhi si ricerca l'equilibrio tra risultati commerciali e solidità finanziaria, e questo presuppone un notevole grado di responsabilizzazione dei soggetti coinvolti, nell'area commerciale ed amministrativa/finanziaria, nonché una condivisione degli obiettivi.

Una percentuale della remunerazione della forza vendite e delle commissioni pagate è pertanto variabile in funzione al DSO, oltre che ai classici risultati in termini di vendite, margini e scorte; questo per sottolineare l'importanza di quanto incassato, oltre che al fatturato.

Questa capacità nel saper calcolare il rischio e nel cogliere le opportunità al momento giusto ha consentito al gruppo di aggiudicarsi degli ottimi affari; un

esempio lampante di ciò è il caso della Grecia: tra il 2008 e il 2011, in piena crisi del debito sovrano dello stato ellenico, tutti i “big” dell’elettronica di consumo avevano abbandonato il campo (con la chiusura di filiali e punti vendita), per quanto il settore non avesse subito particolarmente. In quel caso De Longhi ne ha sapientemente approfittato e, accordandosi con alcune società di assicurazione, ha conquistato il mercato.

Nel caso di vendite all’estero si ricorre a grossi player/distributori, per i quali è previsto il ricorso all’assicurazione dei crediti (nel 2014 sono stati spesi complessivamente 3,7 milioni di euro di premi).

Vengono richieste informazioni commerciali sul cliente a società di *info providing*, tra le quali *Lince* (Gruppo *Cerved*) e *Synergy*, alle società di assicurazione o ad altri Credit Manager del circuito *ACMI*, nonché i bilanci aziendali, possibilmente accompagnati da una relazione di audit esterno nel caso di Paesi con controlli sulla documentazione societaria più blandi.

Solitamente le condizioni di pagamento prevedono:

- Pagamento anticipato;
- Stand-By Letter of Credit
- Garanzia bancaria emessa da una banca di prima fila, su indicazione della banca del cliente;

Per il Credit Management all’interno di De Longhi si ricorre all’ausilio del software gestionale *SAP*, che semplifica il monitoraggio del portafoglio crediti e degli affidamenti, crea delle classi di rischio e delle analisi per *ageing*, da dei *warning* e blocca in automatico le spedizioni fino alla ricezione di un’autorizzazione in caso di scaduto ecc.

Ad ogni cliente, per la parte non coperta da assicurazione o garanzie, viene assegnata una soglia di affidamento, oltre la quale non si possano effettuare spedizioni (a meno che non venga autorizzato un extra-fido). Sono previsti dei livelli gerarchici per l’approvazione dei livelli di fido e delle tolleranze per le

vendite extra-fido nel caso di clienti storici ed affidabili. Eventualmente si andrà a contattare l'agenzia di assicurazione per negoziare un aumento della copertura.

In aggiunta a questi accorgimenti per la riduzione del rischio, il gruppo ha stipulato un accordo quinquennale di cessione *pro soluto revolving* dei crediti su base mensile ad una società di factoring, che le consente di ottenere liquidità, contro la corresponsione di un tasso di sconto (ridotto grazie alle garanzie già offerte dal cliente).

La stagionalità delle vendite è un fattore da tenere in debita considerazione: circa la metà del fatturato complessivo viene generato nell'ultimo trimestre, anche per effetto delle festività natalizie. Questo richiede previsioni accurate, nonché il coinvolgimento delle compagnie assicurative e delle banche nei propri obiettivi commerciali, per assicurarsi che vengano forniti limiti di credito capienti, coperture, fidi ecc.

Questo tipo di relazione con gli istituti finanziari può portare, nel lungo periodo anche a riduzione nei costi finanziari ed assicurativi, in base alle performance generate negli anni.

Decisamente diverso data la differente natura del business, ma per certi versi simile se si considerano le logiche sottostanti, è l'approccio alla gestione dei crediti di *DeLclima Spa*.

A differenza della "coinquilina" dello stabilimento trevigiano De Longhi, DeLclima opera nel settore immobiliare, fornendo impianti di climatizzazione e refrigerazione a complessi residenziali, strutture industriali, centri commerciali, edifici pubblici (scuole e ospedali), data center ecc.

Le criticità per questo settore se si parla di gestione dei crediti sono svariate, prima tra le quali la difficoltà nel valutare correttamente il rischio di credito associato ai clienti: per la realizzazione, ad esempio, di un nuovo centro commerciale, è prassi comune delle aziende costruttrici o installatrici di impianti per aggiudicarsi l'appalto, ricorrere alla creazione di un'Associazione Temporanea d'Imprese o ad

una *Newco*. Questa tipologia di raggruppamento creato *ad hoc*, solitamente si scioglie con il termine dell'opera stessa. Ciò può creare delle noie qualora sia il caso, per il fornitore, di valutare la solidità dell'impresa che sta effettuando degli ordinativi per tot. macchinari (es. l'impianto di condizionamento per il nuovo centro commerciale), ed è il caso che egli si tuteli nella maniera adeguata.

Solitamente quindi la fornitura viene portata avanti per *tranche* associate a dei pagamenti, con il corredo di pagamenti anticipati per l'avvio dei lavori e di garanzie bancarie.

Questo tipo di gestione è modulabile in base all'andamento aziendale e all'andamento del mercato (immobiliare): in un periodo di crisi degli immobili (come quello da cui sta cercando di uscire l'Italia) ad esempio, si può decidere di venire incontro alle imprese edili riducendo le quote di anticipo ed allungando le tempistiche di pagamento, richiedendo al contempo garanzie più alte.

ZUEGG SPA

Nata nel 1890 da un'impresa agricola nell'allora austriaco Alto Adige, Zuegg negli anni a venire si è specializzata nella lavorazione della frutta, dapprima con la produzione di conserve e marmellate (prima tra tutte quella di mele), per poi arrivare, negli anni '50, alla commercializzazione dei primi succhi di frutta.

Da sempre l'azienda si è distinta per la qualità dei suoi prodotti (tra l'altro, è stata portatrice di innovazione nel mercato alimentare italiano, con l'introduzione delle confezioni in *Tetrapak* per i suoi alimenti, che ne preservavano le caratteristiche nutrizionali senza alterarne il sapore), sia per quanto riguarda i prodotti finiti (confetture, snack, bevande ecc.), come anche per i semilavorati a base di frutta, indispensabili per la realizzazione di gelati, yogurt ed altri prodotti dolciari.

L'aumento delle vendite le ha consentito di espandersi con l'apertura di nuovi stabilimenti produttivi: Verona, Avellino (dove l'azienda ha puntato e sta puntando molto, con l'acquisto di terreni nelle zone dell'Irpinia per la realizzazione del "più grande frutteto del Mediterraneo), *Verneuchen* (nei pressi di Berlino), *Zörbig* (Germania), *Elne* (Francia) e per ultimo lo stabilimento di *Afanasovo* (Russia). Oltre a questi ha creato sedi commerciali in Austria e Svizzera, per essere presente maggiormente nei mercati dell'Est e del Nord Europa.

Si può dire che in Italia l'azienda abbia investito ingenti risorse per creare la "filiera della frutta", integrando verticalmente le fasi di coltivazione (con i suoi frutteti di proprietà), lavorazione in più stadi, e commercializzazione dei prodotti.

Nel 2014 i prodotti a marchio Zuegg hanno fatto il loro debutto sugli scaffali di 700 punti vendita della catena *Walmart*, negli Stati Uniti e nella grande distribuzione brasiliana: questo si può definire il coronamento del successo di una realtà locale ed artigianale sulle tavole nei Paesi di tutto il mondo.

Per presidiare il mercato statunitense, Zuegg si avvale di una piccola controllata, ma sta considerando seriamente la realizzazione di uno stabilimento produttivo in

loco, per garantire forniture rapide alla grande distribuzione e alle realtà dell'industria alimentare americana.

C'è ancora molto spazio per un aumento della presenza all'estero; solamente un quarto del fatturato viene infatti generato oltre confine. Se però in Italia Zuegg è leader di mercato assieme alla *Rigoni di Asiago*, all'estero nelle confetture deve confrontarsi con marchi come *la Bonne Maman* (di proprietà del gruppo francese *Andros*, 2 miliardi di euro di fatturato), e la *Schwartau* (gruppo svizzero *Hero*, che fattura più di un miliardo di euro); nel segmento succhi di frutta i competitors principali di *Skipper* sono invece *Parmalat*, *Tropicana* (gruppo *Pepsico*) ed *Innocent Drinks* (Gruppo *CocaCola*).

Nel comparto dei semilavorati per l'industria lattiero-casearia, Zuegg segue nel mondo i suoi maggiori clienti, ovvero *Lactalis*, *Nestlè* e *Danone*, e per questo motivo sta investendo in nuovi stabilimenti, per avvicinare la produzione ai principali mercati di sbocco.

ANDAMENTO DEI RICAVI, DEI MARGINI E DELL'INDEBITAMENTO

	2014	2013	2012	2011	2010
RICAVI DI VENDITA	233.836.000	226.792.000	210.304.000	193.815.000	172.464.000
EBITDA	13.723.000	11.576.000	8.683.000	10.100.000	9.038.000
EBITDA/Ricavi	5,87%	5,10%	4,13%	5,21%	5,24%
EBIT	7.014.000	2.461.000	1.201.000	3.731.000	3.741.000
UTILE NETTO	374.000	- 5.245.000	101.000	- 131.000	3.207.000
PFN	53.294.000	47.646.000	47.585.000	55.538.000	50.946.000
Debt/Equity	2,73	1,74	1,5	1,67	1,56
Oneri Fin.	2.863.000	3.047.000	2.921.000	2.974.000	2.276.000
EBIT/OF	2,45	0,81	0,41	1,25	1,64

Fonte: Database AIDA; rielaborazione personale

L'espansione di Zuegg nei mercati internazionali (oltre all'ormai affermata presenza nelle attività italiane legate alla ristorazione e nella GDO), si può notare dalla crescita dei volumi di fatturato e della marginalità operativa.

L'EBITDA sui ricavi è sostanzialmente in linea con il settore alimentare (media del 5,5% nel 2014)⁷⁹, ma ciò che si può notare chiaramente è il ricorso, per effettuare gli ingenti investimenti che hanno caratterizzato gli ultimi anni, ad un'elevata leva finanziaria.

Il livello di indebitamento finanziario è infatti superiore alla media italiana (Posizione Finanziaria Netta su Ricavi pari al 22%, contro una media di settore del 13,5%), per l'ammontare di debiti verso banche iscritti a bilancio (tra i 50 e i 55 milioni di euro negli ultimi 5 anni), che pesano per più del doppio del Patrimonio Netto del gruppo.

L'azienda tra il 2013 ed il 2014 è stata certamente penalizzata a causa dell'embargo comminato dalla Russia sui prodotti alimentari, che ha inciso pesantemente sulle operazioni di fornitura di materie prime al proprio stabilimento di *Afanasovo*: per la sua realizzazione sono stati necessari 35 milioni di euro (in parte forniti da banche, e questo ostacolo alle importazioni in Russia sta tenendo a freno i ritorni di tale investimento).

Una leva finanziaria così alta potrebbe dover comportare negli anni a venire una revisione delle marginalità dei prodotti (aumento dei prezzi, totalmente giustificato dall'impeccabile qualità e certificazione delle materie prime, o raggiungimento di economie di scala ed efficientamenti interni per ridurre i costi) e certamente un aumento dei volumi di vendita (aspetto che rientra già nelle prospettive di sviluppo previste dalla famiglia Zuegg), sia nel segmento B2C (bevande, conserve ecc.) che in quello B2B (fornitura di semilavorati a grosse multinazionali per la produzione di gelati e yogurt).

Tutto ciò sarebbe auspicabile per ottenere una maggiore copertura degli oneri finanziari, che letteralmente "divorano" la redditività operativa, per ricercare un maggiore autofinanziamento e per rendere più sostenibile e solida la struttura finanziaria dell'azienda, in prospettiva di ulteriori, proficui investimenti.

⁷⁹ K-Finance – Analisi sull'attrattività dei settori italiani, 2016

DINAMICA DEL CIRCOLANTE E DEI CREDITI COMMERCIALI

	2014	2013	2012	2011	2010
Crediti Comm.	41.960.000	36.579.000	34.647.000	36.194.000	34.300.000
Debiti Comm.	52.536.000	50.000.000	49.784.000	40.987.000	43.960.000
Rimanenze	31.856.000	30.366.000	28.270.000	23.055.000	25.509.000
Acconti	805.000	643.000	1.394.000	888.000	1.391.000
CCNO	20.475.000	16.302.000	11.739.000	17.374.000	14.458.000
CCNO/Ricavi	8,76%	7,19%	5,58%	8,96%	8,38%
DSO	64,61	58,13	59,14	66,81	71,49
DIO	92	86	84	80	101
DPO	96,12	94,03	98,53	92,83	110,69
DWC	60	50	45	54	62

Fonte: Database AIDA; rielaborazione personale

Il settore alimentare è quello che più ha beneficiato dell'introduzione di normative volte al contenimento dei ritardi nei pagamenti, ovvero la Direttiva Comunitaria 2011/7/UE, recepita dallo Stato Italiano tramite il *D.lgs. 192/2012*, ma soprattutto l'Art 62 del DL 1/2012 che ha disciplinato in particolar modo "le relazioni commerciali di cessione di beni agricoli ed agro-alimentari"⁸⁰: tale Decreto ha fissato a 30 giorni il pagamento di merci alimentari deteriorabili (prodotti agricoli, ittici o agroalimentari con data di scadenza o termine di conservazione inferiore ai 60 giorni, latte, prodotti privi di conservanti ecc.) e a 60 giorni per tutte le altre merci. L'adozione di questa normativa ha regolamentato sensibilmente le vendite di prodotti alimentari, in particolar modo nei confronti della GDO, e ciò si è riflesso sui bilanci delle imprese produttrici, che ne hanno certamente tratto beneficio.

Dando uno sguardo alle dilazioni medie concesse da Zuegg ai propri clienti si può in effetti notare un allineamento a queste linee guida, soprattutto dal 2012 in poi.

Considerando le tempistiche di rotazione degli elementi costitutivi del capitale circolante netto operativo, Zuegg mostra valori sensibilmente inferiori a quelli delle altre aziende viste finora, per un peso del CCNO sui ricavi del 7-9% ed un

⁸⁰ Art. 62 Decreto Legge 1/2012

esposizione del ciclo monetario di 60 giorni (in leggero peggioramento rispetto agli anni precedenti per un maggior accumulo di scorte e crediti).

Questo può essere un indice, oltre che di un'attenta gestione dei crediti, che consente di evitare deprecabili ritardi e perdite, anche di un'efficiente gestione delle scorte, derivante con ogni probabilità dal grado di integrazione verticale che Zuegg è riuscita negli anni a raggiungere, accorciando la filiera e velocizzando le tempistiche di approvvigionamento di materia prima per la lavorazione ed in seguito i tempi di consegna ai punti vendita, supermercati, ristoranti ecc.

“Dall'albero allo scaffale in men che non si dica!”

GESTIONE DEL RISCHIO DI CREDITO

Data la ridotta marginalità operativa, una corretta gestione dei crediti risulta fondamentale per questo tipo di azienda, affinché vengano evitate ulteriori perdite e costi di natura economica e finanziaria.

Un aspetto interessante riscontrato in Zuegg è la relazione intrattenuta con le altre aziende locali del settore alimentare: si è creata una sorta di associazione di imprese alimentari (assieme a *Rana, Paluani, San Pellegrino, Bauli ecc.*), una rete di passaparola all'interno della quale circolino informazioni sui principali clienti (catene di supermercati, grossisti ecc.), sulle abitudini di pagamento, su eventuali avvisaglie di crisi. L'azienda fa parte inoltre di *Centromarca*, associazione delle aziende di marca per la GDO.

Ipotizzando un nuovo cliente contattato da un agente della rete di vendita di Zuegg, viene presentato a quest'ultimo un formulario all'interno del quale dovranno essere riportati i dati generali di tale cliente, una stima di fido, nonché l'elenco delle aziende che servono quel cliente (per fini strategici, ma anche per richiedere ulteriori informazioni sulla sua affidabilità ai Credit Manager delle aziende menzionate).

Viene effettuata una richiesta di informazioni commerciali, ad una società di *info providing* (*Cerved, Cheope*), che però hanno dei forti limiti se si parla di piccole realtà, appartenenti ad esempio al segmento *HoReCa* (*Hotels, Restaurants e Catering*); si può fare riferimento a visure camerali, bilanci (indicatori di redditività, ROE, ROS, ROI, Indebitamento, Patrimonio ecc.), che vengono rielaborati tramite software dal Credit Manager, informazioni provenienti dalla stampa locale o da altre fonti pubbliche (notizie di protesti, cassa integrazione, licenziamenti ecc.).

Dall'analisi di queste informazioni nasce una valutazione complessiva del cliente e la definizione della soglia di affidamento, che viene comunicata al capo area e agli agenti e revisionata una volta l'anno.

Se ci sono protesti in atto o altri fattori che limitano l'affidabilità del cliente non si effettua alcuna fornitura, se non regolata in contanti o tramite contrassegno/C.O.D.

Soprattutto con l'avvento della crisi è stata posta l'enfasi sull'importanza degli incassi delle forniture, in aggiunta ai volumi di vendita e alla fatturazione, indi per cui anche in Zuegg è stata prevista la remunerazione degli agenti (in parte) con una formula variabile in funzione del DSO e delle perdite su crediti, questo per una maggiore responsabilizzazione (soprattutto nel caso di agenti plurimandatari) ed una maggiore condivisione degli obiettivi aziendali.

Nel caso si verifichi uno scaduto, dopo 15 giorni parte un sollecito automatico (tramite il software gestionale SAP); dopo 30 giorni viene inviato un secondo sollecito, con l'indicazione che se non si provvederà al pagamento entro tot. giorni si passerà alla risoluzione giudiziale. Ci si rivolge quindi ad un'agenzia di recupero crediti (fase pre-giudiziale), alla quale verranno fornite le copie delle fatture e gli estratti conto, e che avrà procura e delega ad agire nei confronti del cliente. Il Credit Manager verrà costantemente informato sull'avanzamento della pratica su un'apposita pagina Web dell'agenzia. Non vedendo risultati anche con questa soluzione, si passerà al coinvolgimento di legali (a questo punto sarà facile

presupporre uno stato di insolvenza del debitore ed una probabile istanza di fallimento).

Per le vendite all'estero il rischio di credito si concentra su un numero ridotto di clienti (GDO e grossi distributori) per importi più elevati; le modalità di pagamento si differenziano tra l'Area UE e l'area Extra-Ue: per i Paesi dell'Unione Europea (Francia, Germania, Svizzera ecc.) solitamente è previsto il pagamento tramite bonifico bancario (nel circuito SEPA) a 60 giorni, mentre per i Paesi al di fuori dell'UE ed in particolar modo per quelli rischiosi, è previsto il pagamento con lettera di credito.

CONCLUSIONI

I numeri parlano chiaro: i prodotti italiani hanno un notevole potenziale; le eccellenze che il nostro Paese ha da offrire non hanno nulla da invidiare alla concorrenza estera in alcun settore.

Per quanto il livello qualitativo costituisca l'elemento primario e più importante nelle esportazioni, occorre prendere in seria considerazione la sostenibilità finanziaria dei propri progetti produttivi e commerciali, affinché si possa contare in ogni momento sulle risorse necessarie per portarli a compimento.

Se la finanza, ed in particolare il *Credit Management*, sono state negli anni una prerogativa degli istituti di credito (banche, assicurazioni ecc.), visti i recenti avvenimenti anche le società e le imprese non finanziarie hanno compreso il ruolo di una gestione finanziaria più accorta, ivi comprese le decisioni di investimento in capitale circolante operativo, di selezione della clientela in base all'affidabilità e di concessione di minori dilazioni di pagamento.

Dopo gli accordi di *Basilea* inoltre, una maggiore attenzione è stata prestata da parte delle banche alla rischiosità delle imprese, in termini di redditività, indebitamento e copertura degli oneri finanziari.

Per l'attribuzione di rating e finanziamenti, sempre più il mondo bancario guarda ad indicatori di tipo quantitativo, come Indebitamento Finanziario/Ebitda, Ebit/Oneri Finanziari, Posizione Finanziaria Netta/Ebitda o PFN/Patrimonio Netto, e ad aspetti qualitativi, come la presenza di organi interni deputati alla gestione e riduzione dei rischi, la percentuale di crediti scaduti e la capacità di generare flussi di cassa al supporto della crescita.

E' bene quindi che le imprese, soprattutto di media dimensione, si adoperino per generare queste condizioni (e ciò può essere possibile con l'ingresso di figure manageriali competenti nelle diverse aree della gestione) per poi comunicarle adeguatamente e con trasparenza all'esterno. I tempi dell'imprenditore "tutto-fare" e dei prestiti bancari "sulla parola" fanno ormai parte del passato.

Come si è visto, il successo di un'impresa nasce sì da un buon prodotto, ma lì non si può certo fermare: per vincere la competizione globale la macchina aziendale dev'essere composta da parti efficienti e connesse tra loro, e per proseguire la sua attività nel lungo periodo (in questo l'impresa ha un notevole ruolo sociale) deve riuscire a cogliere i mutamenti dell'ambiente esterno, in modo tale da effettuare i dovuti aggiustamenti.

"Colui che fa impresa in Italia è un Eroe!"

Mentre l'eroe di un tempo era colui che desiderava essere ricordato dai posteri per le sue straordinarie gesta culminate in una fine gloriosa, noi vorremmo continuare a narrare le prodezze di questi eroi moderni; gli eroi che con il sostegno dei loro validi collaboratori perseverano, sfidando ogni ostilità, diffondendo benessere, prosperità e speranza intorno a loro, per migliorare il Paese ed il Mondo che così tanto li hanno avversati.

BIBLIOGRAFIA E FONTI

- ACMI. *Acmi News; periodico dell'Associazione Credit Managers Italia- N. 105.* (2014)
- ANCE. *Scheda stampa: la presenza delle imprese di costruzione italiane nel mondo.* (2014)
- ARLOTTA, C. *La struttura finanziaria delle imprese europee. 23° Congresso di AMA* (2014)
- ATRADIUS. *Barometro Atradius sui comportamenti di pagamento, Indagine sui comportamenti di pagamento B2B a livello internazionale; Risultati per l'Italia* (2015)
- ATRADIUS. *Atradius Payment Practices Barometer, International survey of B2B payment behaviour; Survey results for Western Europe.* (2015)
- BANCA D'ITALIA. *Rapporto sulla stabilità finanziaria.* (2015)
- BANCA D'ITALIA. *La situazione economico-finanziaria delle imprese italiane nel confronto internazionale.* (2010)
- BARBARESCO, G. *Osservatorio sul risk management nelle medie imprese manifatturiere. AREA STUDI MEDIOBANCA.* Milano. (2015)
- BERTANI, A. *Osservatorio CINEAS, Il Risk Management nelle medie imprese italiane.* Milano. (2015)
- BERTUZZI, P. F. *La gestione del rischio di credito nei rapporti commerciali, Paper numero 20, Università degli Studi di Brescia.* (2002)
- BERTINETTI G. *Finanza aziendale internazionale.* Giappichelli - Torino. (2006)
- BOSTON CONSULTING GROUP. *Global Rankings.* (2015)
- BOVESI, M., PISCHEDDA, V., PISCHEDDA, P. *Trade Finance; Guida operativa al finanziamento alle vendite all'estero.* Confindustria Emilia-Romagna e Cariparma - Crédit Agricole. (2011)
- BULLIVANT, G. *European Credit Management Guide: Credit Policy*
- CER - CENTRO EUROPA RICERCHE. *Il credito che manca, CER-CONFCOMMERCIO.* (2015)
- CERVED. *Rapporto Cerved PMI.* (2014)
- CGIA. *Analisi degli investimenti in Italia tra 2007 e 2014.* (2015)
- CLUB SOLVI NET. *Professione Credit Manager, metodi e supporti per la gestione del credito commerciale.* IPSOA. (2006)
- CONSOB. *Relazione per l'anno 2014* (2015)

COOP. *Rapporto Coop.* (2015)

CRIBIS. *Studio pagamenti settore abbigliamento.* (2015)

DECRETO LEGGE 1/2012, Art. 62

DECRETO LEGISLATIVO 9 novembre 2012, n. 192

DEMATTE', C., PERRETTI, F., & MARAFIOTI, E. *Strategie di internazionalizzazione.* Egea. (2008)

DE NARDIS, S., FONTOLAN, F. *Scenario 11/06/2014, Nomisma.* (2014)

DI MEO, A. *Pagamenti internazionali. Guide per le imprese - Camera di Commercio di Padova e PromEx.* (2008)

DI MEO, A., BERETTA, L.C., GANDELLINI, G. *Il management dell'internazionalizzazione, II Edizione* (2008)

DIPE. Presidenza del Consiglio dei Ministri; *Analisi di lungo periodo.* (2007)

EULER HERMES. *Country Report Italy.* (2015)

EULER HERMES. *Econ. Outlook n. 1213: International Debt Collection, "The Good, The Bad and The Ugly".* (2014)

EULER HERMES. *Global DSO Heat map.* (2015)

EULER HERMES. *Report: Mancati Pagamenti delle imprese italiane.* (2015)

FEDERCHIMICA (CONFINDUSTRIA). *L'industria chimica: situazione e prospettive.* (2012)

GALESSO S. *La gestione dei crediti commerciali: una "policy" aziendale per minimizzare i rischi di credito. C&S Informa, volume 10.* (2009)

GARIONI, G. *Imprese e mercati internazionali: soluzioni finanziarie; Export, Import, Investimenti - Norme, Operazioni, Strumenti finanziari e assicurativi.* IPSOA. (2013)

GIULIANI, L. *Come affrontare il "nodo" del ritardo nei pagamenti. Fondazione CUOA* (2013)

INTRUM JUSTITIA. *Risk Index Italia.* (2014)

INTRUM JUSTITIA. *European Payment Report.* (2015)

ISTAT. *Commercio estero e internazionalizzazione (tabelle e serie storiche).* (2016)

ISTAT. *L'evoluzione dell'economia Italiana: Aspetti Macroeconomici.* (2015)

KF ECONOMICS - K FINANCE. *Rapporto sull'industria italiana 2013 Analisi dei bilanci 2005-2011* (2013)

MEDIOBANCA. *Dati Cumulati di 2055 società italiane.* (2015)

PAGLIACCI, M. *La politica del credito commerciale nella gestione aziendale.* Franco Angeli. (2007)

PARLAMENTO EUROPEO E CONSIGLIO EUROPEO; *DIRETTIVA 2011/7/UE.* (2011)

PROMETEIA. *L'industria farmaceutica in Europa: un'analisi a partire dai bilanci.* (2011)

PROMETEIA E INTESA S.PAOLO. *Rapporto Analisi dei Settori Industriali.* (2015)

SAUNDERS, C., STEVENSON, P. *Chartered Institute for Credit Management – Guide to a Credit Policy* (2012, Rev. 2015)

PWC. *Bridging the Gap, 2015 Annual Global Working Capital Survey.* (2015)

PWC. *Cash for Growth Annual Global Working Capital Survey.* (2014)

PWC. *Global Working Capital Annual Review.* (2013)

REL. *2015 Europe REL Working Capital Survey.* (2015)

RISK GOVERNANCE, POLITECNICO DI MILANO. *Osservatorio Politecnico di Milano-Cineas sul Risk Management nelle PMI italiane, II Edizione.* (2014)

SACE. *RE-Think, Rapporto Export 2014-2017* (2014)

SOSTERO, U., FERRARESE, P., MANCIN, M., & MARCON, C. *Elementi di bilancio ed analisi economico-finanziaria.* Venezia: Cafoscarina (2011).

THEUNISSEN, L., BUSUTTIL, J. *European Credit Management Guide, FICM - Measuring Performance in Credit Management*

VANNINI, L., & VINZIA, M. *Manuale del Credit Manager.* Il Sole 24 Ore. (2000)

SITOGRAFIA

- www.acmi.it
- www.atradius.it
- www.bancaditalia.it
- www.banque-france.fr
- www.centroeuroparicerche.it
- www.cgiamestre.com
- www.consob.it
- www.crif.it
- www.delonghigroup.com
- www.diesel.com
- www.ec.europa.eu
- www.ec.europa.eu/eurostat
- www.eulerhermes.it
- www.fecma.eu
- www.iccwbo.org
- www.intrum.com
- www.istat.it
- www.nomisma.it
- www.otb.net
- www.rapportocoop.it
- www.refricerche.it
- www.sace.it
- www.stats.oecd.org
- www.sviluppoeconomico.gov.it
- www.uteco.com
- www.wikipedia.org
- www.zuegg.it