



**ASSIFACT**

CrediFact

**Il credito commerciale: rilevanza, finanziamento  
e rischio**

di

Lucia Gibilaro

*Università degli Studi di Bergamo*

**Discussion Paper Series**

**n. 1/2019**

Agosto 2019

*JEL classification: F13, G21, G23*

*Keywords: Credito commerciale, finanziamento, rischio di credito*

*Supplemento a Fact&News Anno 21-Numero 4-Settembre/Ottobre 2019-ISSN 1972-3970*

*Credifact è promosso da*

**Assifact - Associazione Italiana per il Factoring**

*Via Cerva, 9 - 20122 Milano*

*Telefono: 00 39 0276020127 - Telefax:00 39 0276020159*

*credifact@assifact.it - www.assifact.it*



**ASSIFACT**

CrediFact

## **Comitato editoriale collana Credifact**

Alessandro Carretta, Università di Roma Tor Vergata (Coordinatore)

Renato Clarizia, Università Roma Tre

Giorgio Denova, Università di Milano

Pierpaolo Ferrari, Università di Brescia

Franco Fiordelisi, Università Roma Tre

Lucia Gibilaro, Università di Bergamo

Bruno Inzitari, Università di Milano - Bicocca

Lucia Leonelli, Università di Roma Tor Vergata

Gianluca Mattarocci, Università di Roma Tor Vergata

Alessandro Munari, Università Cattolica Milano

Paola Schwizer, Università di Parma

## INDICE

Abstract	1
1. Introduzione	2
2. Il ricorso al credito commerciale: una visione a livello globale	3
3. Il credito commerciale a supporto delle filiere	6
4. Tendenze evolutive nel finanziamento del credito commerciale: le potenzialità della tecnologia per finanziare le filiere	8
5. Il rischio di credito delle operazioni di finanziamento del credito commerciale	10
6. Conclusioni	13
7. Bibliografia	14

## **ABSTRACT**

### ***Il credito commerciale: rilevanza, finanziamento e rischio***

*Il credito commerciale è utilizzato sia nel commercio internazionale che domestico, sostenendo la vita e lo sviluppo delle aziende nei paesi a basso e medio reddito e svolgendo un ruolo rilevante anche nelle transazioni commerciali nei paesi più sviluppati. Il finanziamento del credito commerciale, soprattutto nell'ottica della mitigazione del rischio, si conferma così come un'esigenza finanziaria per le imprese e come un'area di sviluppo per l'offerta di mercato, in particolare dopo la crisi.*

\*\*\*

### ***Trade credit role, financing and risk in a global perspective***

*Trade credit is used both in international and domestic trade, supporting the life and development of companies in low and middle income countries and playing an important role also in commercial transactions in more developed countries. The financing of trade credit, especially in risk mitigation view, is thus confirmed as a financial need for companies and as an area of development for market supply, particularly after the crisis.*

## 1. INTRODUZIONE <sup>1</sup>

La vita di un'impresa è legata alla nascita e allo sviluppo del credito commerciale e tale relazione è duratura nel tempo, essendo ampiamente utilizzato nelle transazioni sia internazionali sia domestiche, nei paesi sviluppati e in via di sviluppo. Pertanto, il finanziamento del credito commerciale si conferma un'esigenza finanziaria per le imprese e un'area di sviluppo promettente dell'offerta di servizi finanziari per gli intermediari, in particolare dopo la crisi finanziaria globale.

Di recente, la letteratura ha posto in evidenza che la condizione per l'offerta di credito commerciale non è limitata al vantaggio finanziario del fornitore, ma essa è strumentale al superamento di eventuali frizioni tra fornitori e clienti (Brenza e Lieberman, 2017). Coerentemente, si è assistito a una notevole fioritura di studi sulla combinazione delle decisioni operative e finanziarie delle filiere (Seifert et al., 2013) che attribuiscono al credito commerciale il ruolo di meccanismo di coordinamento delle operazioni dei singoli membri (Luo and Zhang, 2012).

Alla luce dell'identificazione di nuovi ruoli del credito commerciale, l'evoluzione della tecnologia ha rivelato nuovi modelli di sviluppo per il suo finanziamento e la dinamica del mercato è stata scandita dall'arrivo di nuovi competitors, clienti e prodotti.

La gamma di soluzioni per finanziare il credito commerciale è diversificata e comprende strumenti offerti da intermediari finanziari e strumenti di mercato, evidenziando un insieme molto interessante di soluzioni intermedie derivanti dall'applicazione delle nuove tecnologie ai servizi finanziari: nonostante le barriere normative che caratterizzano i mercati del credito a livello globale, le banche e gli intermediari finanziari sono stati spinti a stipulare accordi di cooperazione con un gruppo di imprese (Global Supply Chain Forum, 2016).

Alla luce dell'ampliamento dell'offerta di servizi finanziari del credito commerciale, è molto importante approfondire le motivazioni dell'interesse dei nuovi competitor: un ruolo distintivo è determinato dalla mitigazione del rischio di credito, tanto che più di recente, attraverso il crowdlending, i crediti commerciali sono divenuti una asset class accessibile anche agli investitori al dettaglio (Zhang et al., 2016).

L'analisi della mitigazione del rischio è accompagnata da un quadro di valutazione del rischio di credito basato su una pluralità di fonti: oltre al rischio di insolvenza, l'inclusione delle relazioni della filiera all'interno del quadro di gestione del rischio di credito è accompagnata dall'ampliamento delle potenziali cause di perdite al rischio di annacquamento.

L'articolo affronta il tema del credito commerciale e la mitigazione del rischio per i finanziatori del credito commerciale nel contesto globale. Dapprima, il lavoro si concentra sulla rilevanza del credito commerciale nel commercio internazionale per diversi gruppi di paesi e, ulteriormente, delimitando l'attenzione sui paesi del G7, per i quali l'analisi è segmentata per area geografica e settore economico. Concentrando l'attenzione sui paesi europei, l'analisi della rilevanza del credito commerciale è articolata per la dimensione dell'impresa; infine, un'analisi di sintesi multidimensionale approfondisce la rilevanza del credito commerciale per paese, settore e dimensione dell'impresa (paragrafo 2). I crediti commerciali non sono omogenei e l'attitudine a mitigare il rischio dipende dalle determinanti dell'utilizzo, pertanto la rassegna della letteratura approfondisce le determinanti che consentono al credito commerciale di coordinare i rapporti commerciali (paragrafo 3). Nel corso degli anni, le soluzioni per finanziare i crediti commerciali si sono evolute in modo significativo ampliando le categorie dei potenziali finanziatori consentendo di offrire nuove soluzioni che, sfruttando le applicazioni tecnologiche, combinano in maniera innovativa strumenti e servizi finanziari esistenti (paragrafo 4). Da ultimo, il lavoro approfondisce la valutazione del rischio di credito per le operazioni di finanziamento del credito commerciale, fornendo evidenze empiriche originali di carattere internazionale sul rischio di insolvenza e sul rischio di annacquamento (paragrafo 5). Considerazioni di sintesi sono presentate in chiusura dell'articolo (paragrafo 6).<sup>2</sup>

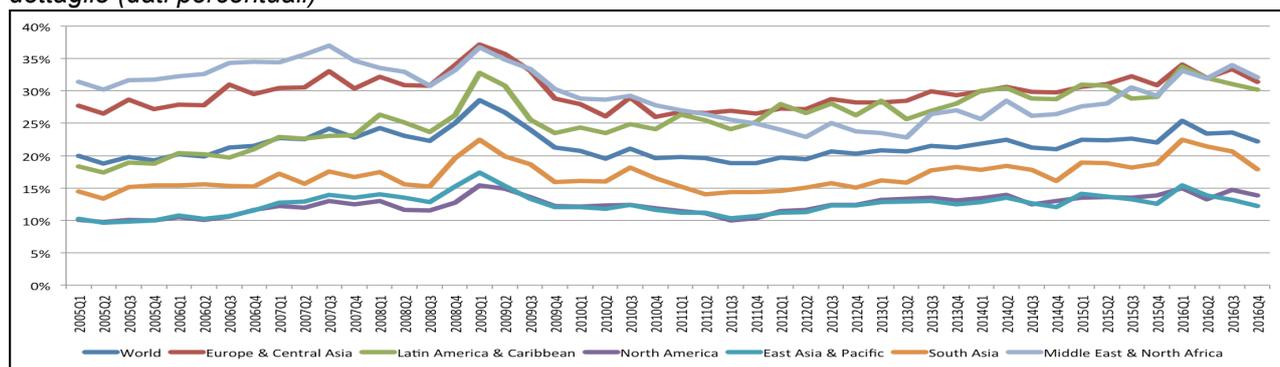
<sup>1</sup> Il presente articolo è tratto da Gibilaro L.(2019), "Il credito commerciale: rilevanza, finanziamento e rischio nel contesto globale" *Bancaria*, n.3, pp.74-87.

<sup>2</sup> Per un maggiore approfondimento, sia di natura teorica che empirica, del tema trattato in questo articolo, si rinvia a Gibilaro (2019,a) e Gibilaro (2019,b), dai quali questo articolo è liberamente tratto.

## 2. IL RICORSO AL CREDITO COMMERCIALE: UNA VISIONE A LIVELLO GLOBALE

Nell'ambito del commercio internazionale, il credito commerciale contribuisce alla crescita degli scambi commerciali, assumendo un ruolo particolarmente critico dopo la recente crisi finanziaria globale, al culmine della quale si è osservata una drastica riduzione sia del commercio internazionale sia del credito commerciale (Asmundson et al., 2011). La misurazione del fenomeno sconta la discontinuità delle serie storiche sul credito commerciale nell'ambito delle statistiche sul debito esterno (Task Force on Finance Statistics, 2016), pertanto una stima affidabile delle dimensioni del fenomeno può essere ottenuta attraverso i dati sull'assicurazione del credito di breve termine forniti da Berne Union<sup>3</sup> (Auboin e Engemann, 2014). A livello globale, il credito commerciale ha rappresentato in media il 22% del commercio internazionale nel periodo 2005-2016, con una modesta variabilità dopo la crisi finanziaria globale e caratterizzato da un trend in rialzo negli anni più recenti (ICC, 2016). Analizzando il fenomeno per aree geografiche, i trend appaiono correlati, anche se l'Europa e l'Asia Centrale, il Medio Oriente, il Nord Africa, l'America Latina e i Caraibi fanno ricorso al credito commerciale con un'intensità maggiore rispetto alle altre aree geografiche (figura 1).

Figura 1 La rilevanza del credito commerciale sulle vendite nel commercio internazionale all'ingrosso e al dettaglio (dati percentuali)

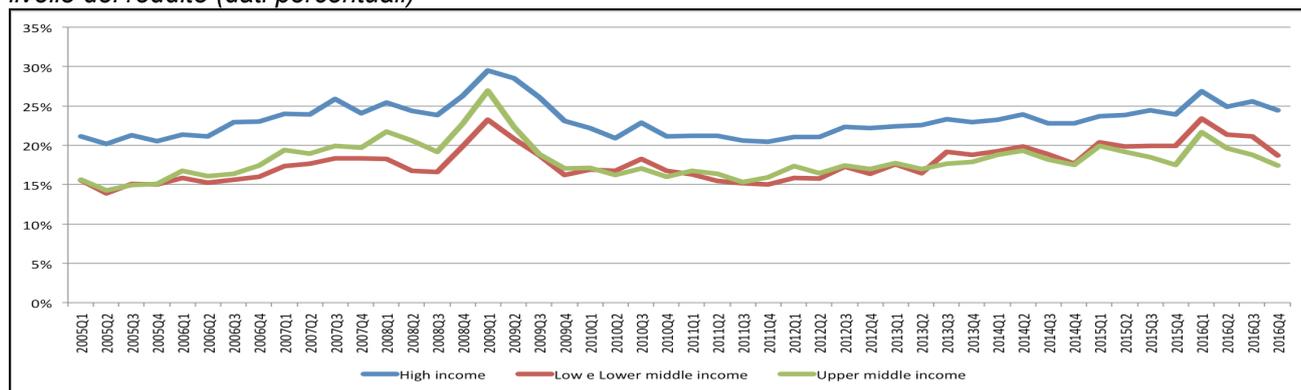


Fonte: Gibilaro (2019,a)

I paesi ad elevato reddito ricorrono al credito commerciale più intensamente rispetto ai paesi a reddito medio oppure basso, anche se dopo la crisi finanziaria si può osservare un trend generalizzato crescente (figura 2). Poiché l'estensione di dilazioni di pagamento influisce positivamente sulla conclusione di transazioni con i paesi asiatici emergenti (IMF e Baft-Ifsta, 2010) e favorisce il commercio di beni di valore unitario modesto (ICC, 2016), gli ultimi anni mostrano un sorpasso da parte dei paesi a reddito basso oppure medio basso sui paesi a reddito medio elevato, contribuendo positivamente allo sviluppo delle aree geografiche interessate.

<sup>3</sup> Berne Union rappresenta oltre il 10% del mercato e, dopo l'integrazione con il Club di Praga, i paesi rappresentati coprono oltre il 90% della popolazione mondiale (Berne Union, 2016).

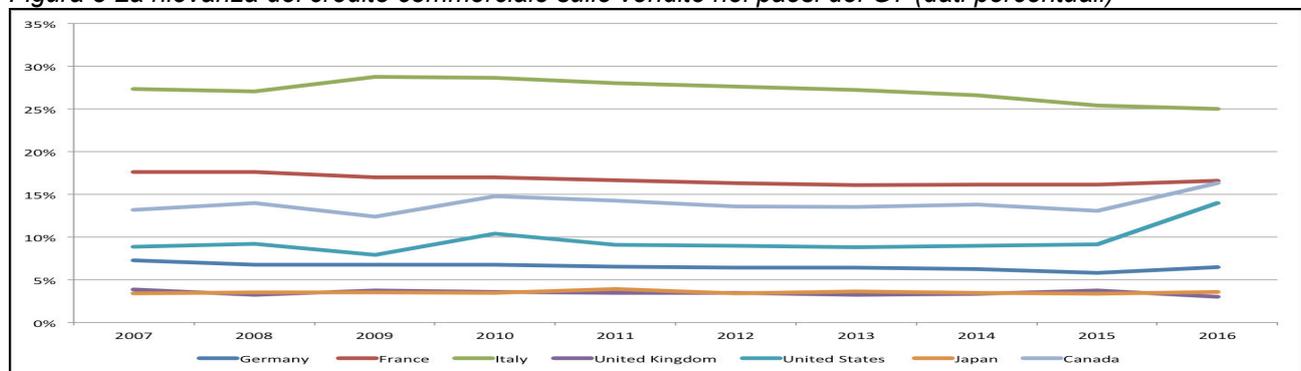
Figura 2 La rilevanza del credito commerciale nel commercio internazionale all'ingrosso e al dettaglio per livello del reddito (dati percentuali)



Fonte: Gibilaro (2019,a)

Se nel commercio internazionale il ricorso al credito di fornitura contribuisce alla crescita dei paesi emergenti, il suo ruolo risulta cruciale quando, come nel caso dei paesi sviluppati, si considera anche il commercio domestico. Infatti, esso ricopre un ruolo primario nella struttura finanziaria delle imprese dei paesi del G7 (Rajan e Zingales, 1995; Fitzpatrick e Lien, 2013) e contribuisce a sostenere gli investimenti (Beck et al., 2008), anche se sussiste una spiccata variabilità fra i diversi paesi (Seifert et al., 2013). La figura 3 mostra l'incidenza del credito commerciale sulle attività totali dei paesi del G7 nel periodo 2007-2016. In generale, l'Italia si caratterizza per l'incidenza maggiore seguita dalla Francia e, con riferimento agli altri paesi dell'Europa continentale, il differenziale rimane stabile nel tempo. Si evidenzia, in ogni caso, che il Canada e gli Stati Uniti precedono gli altri paesi europei.

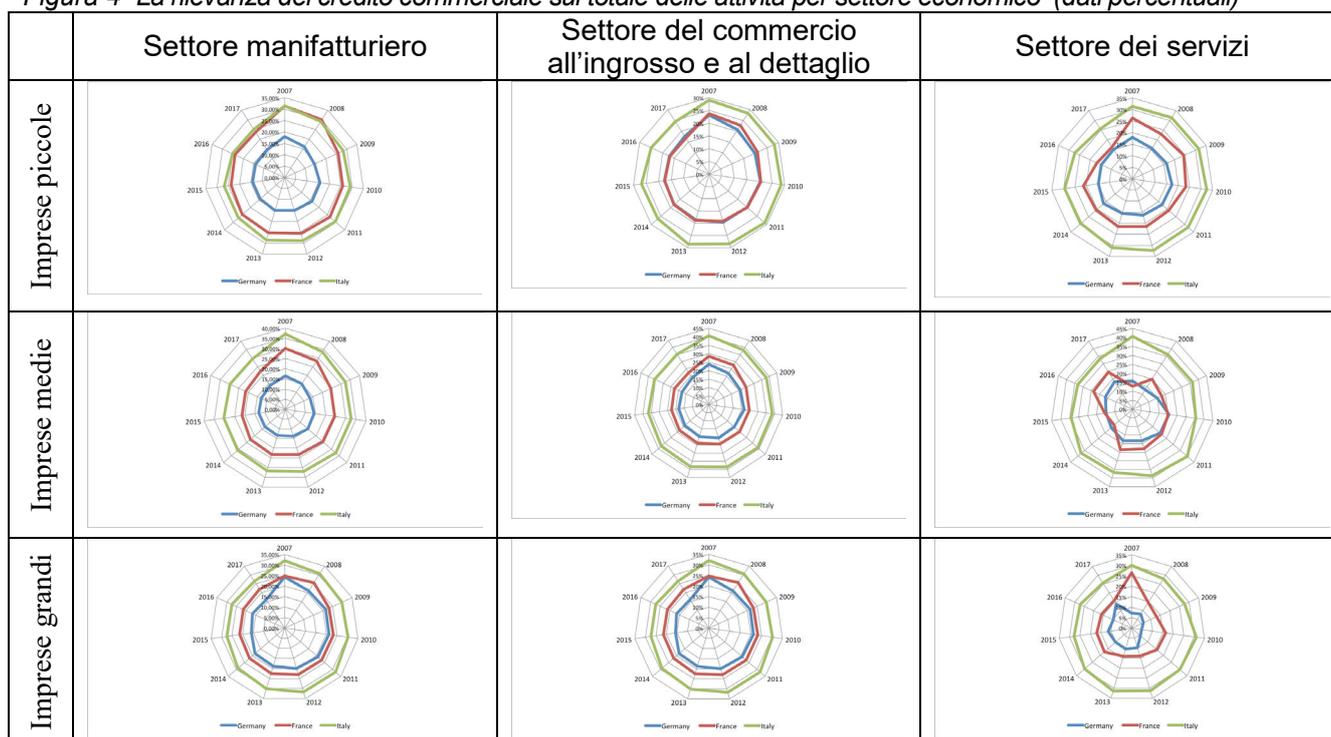
Figura 3 La rilevanza del credito commerciale sulle vendite nei paesi del G7 (dati percentuali)



Fonte: Rielaborazione da Gibilaro (2019,a)

Poiché i fornitori prestano fattori produttivi, i termini e le condizioni dell'offerta del credito commerciale variano tra i settori economici (Bukart e Ellingsen, 2004); all'interno di ogni settore economico, la differenziazione nel ricorso al credito commerciale risente della dimensione aziendale (Carbo Valverde et al., 2016). I dati disponibili per le piccole, medie e grandi imprese europee confermano l'importanza della localizzazione sull'estensione del credito commerciale, sebbene emergano alcuni comportamenti distintivi (figura 4).

Figura 4 La rilevanza del credito commerciale sul totale delle attività per settore economico (dati percentuali)



Fonte: Rielaborazione da Gibilaro (2019,a)

Alla luce della relazione positiva tra il credito commerciale e il sostegno alla crescita (Ferrando e Mulier, 2013), l'incidenza del credito commerciale nel settore manifatturiero raggiunge il punto di massimo tra il 2007 e il 2009 per tutti i paesi considerati; la crescita dell'incidenza è particolarmente sostenuta per le piccole e medie imprese per tutti i paesi ad eccezione della Germania, mentre l'andamento è più omogeneo per le grandi imprese. Analizzando il fenomeno per classi dimensionali, le piccole imprese francesi e italiane evidenziano una dinamica simile nel ricorso al credito commerciale, mentre le imprese francesi di grandi dimensioni risultano molto più prossime alle imprese tedesche. Le evidenze empiriche per il commercio all'ingrosso e al dettaglio mostrano una variazione più contenuta dell'estensione del credito commerciale da parte delle piccole imprese dopo la crisi finanziaria globale, mentre l'influenza è marginale per le imprese medie e grandi. La similarità tra le piccole imprese italiane e francesi nell'estensione del credito commerciale è confermata, mentre per le imprese medie e grandi si osserva una maggiore affinità tra Francia e Germania, anche se la variabilità del fenomeno appare più accentuata per le grandi imprese tedesche.

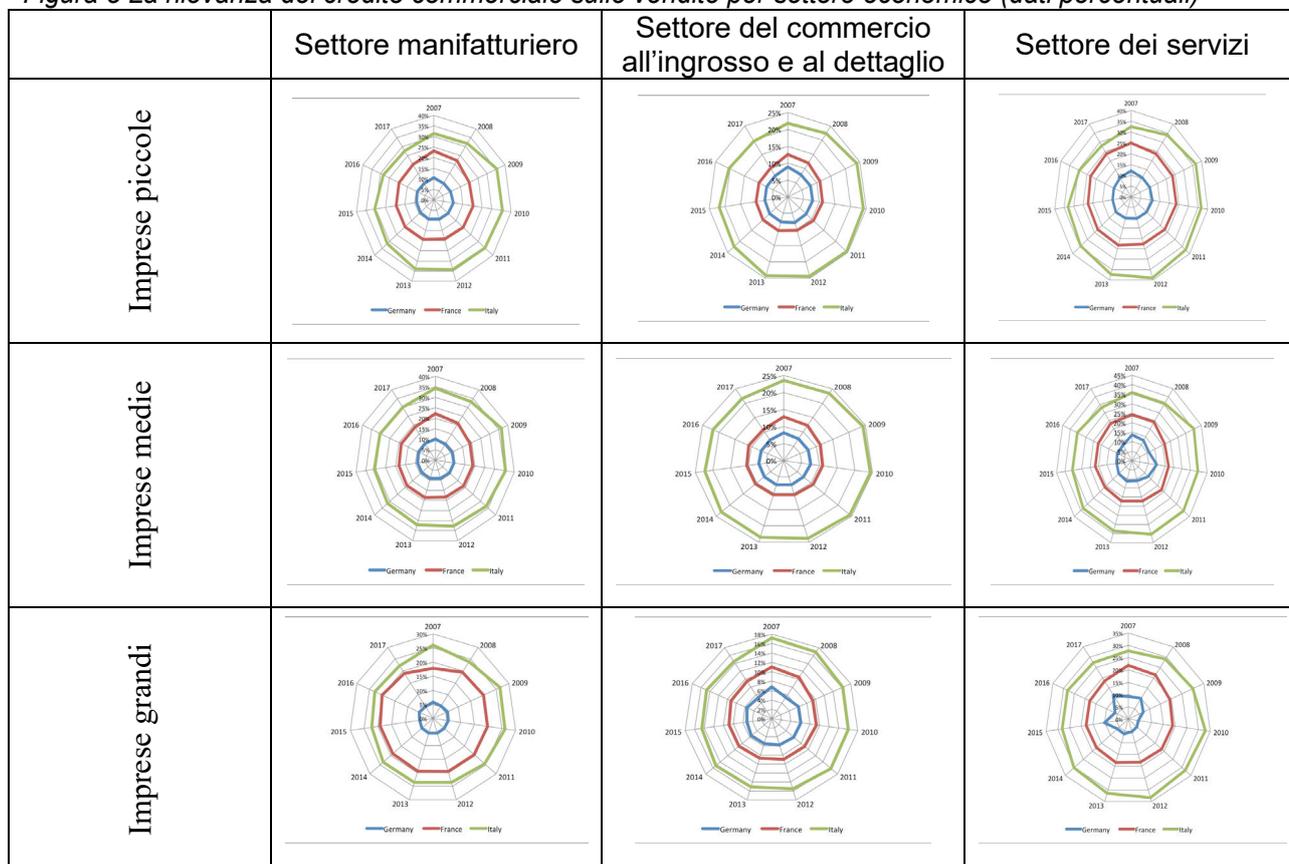
La rilevanza della variabile geografica riveste il ruolo maggiormente discriminante nel caso del settore dei servizi: la distanza tra i diversi paesi nell'estensione del credito commerciale aumenta con le dimensioni aziendali. Più in dettaglio, l'incidenza del credito commerciale mostra un andamento variabile per le imprese medie e grandi, particolarmente in Francia, mentre il fenomeno risulta stabile in Italia.

Anche il supporto dei pagamenti dilazionati alle vendite varia in base al settore, alle dimensioni e al paese (figura 5). Nel settore manifatturiero, il sostegno per le grandi imprese italiane e francesi è molto più elevato rispetto a quelle tedesche, rimanendo stabile nel tempo, mentre il fenomeno assume dinamiche omogenee per imprese piccole e medie. Per le piccole e medie imprese, il sostegno del credito commerciale alle vendite per il settore del commercio all'ingrosso e al dettaglio è più elevato rispetto al settore manifatturiero: tuttavia, esiste un divario rilevante tra i paesi che diminuisce al crescere delle dimensioni dell'impresa. In particolare, prescindendo dal

settore economico considerato, il divario che separa l'Italia dalla Francia e dalla Germania risulta massimo per le piccole e medie imprese.

Il settore dei servizi mostra l'incidenza intermedia del supporto del credito commerciale alle vendite rispetto agli altri settori: la tendenza appare stabile per le piccole imprese, mentre le imprese di medie e grandi dimensioni appaiono caratterizzate da una variabilità più evidente, in particolare nel caso della Germania.

Figura 5 La rilevanza del credito commerciale sulle vendite per settore economico (dati percentuali)



Fonte: Rielaborazione da Gibilaro (2019,a)

### 3. IL CREDITO COMMERCIALE A SUPPORTO DELLE FILIERE

Studi recenti hanno posto in evidenza il ruolo del credito commerciale nel superare eventuali frizioni che possono emergere tra fornitori e clienti nell'ambito delle transazioni commerciali (Brenza e Lieberman, 2017). Coerentemente, si è assistito a una notevole fioritura di lavori di ricerca che combinano le decisioni operative e finanziarie delle filiere (Seifert al., 2013) volte a ottimizzare il flusso di merci, informazioni e disponibilità finanziarie a livello inter e intra aziendale (Lambert et al., 1998) a fronte dei cambiamenti caratterizzanti l'ambiente di riferimento (Stevens, 1989). A causa della complessità delle filiere, il coordinamento delle operazioni dei singoli membri rappresenta una prospettiva promettente per migliorare la redditività del sistema attraverso idonei incentivi a livello decentrato (Li e Wang, 2007). Nel lungo termine, il coordinamento della filiera consente di aumentare i profitti individuali a livello sia del fornitore sia dell'acquirente (Abad e Jaggi, 2003); inoltre, evidenze empiriche mostrano che esso influisce sulla performance finanziaria delle imprese coinvolte (Yu, 2013). Nell'ambito dei rapporti di filiera, la gestione delle scorte riveste un ruolo cruciale nel raggiungere il coordinamento a causa dell'incertezza della domanda, lasciando spazio a potenziali conflitti tra l'approvvigionamento e la produzione: i fornitori

ambiscono a volumi stabili delle vendite, mentre i produttori richiedono piccole quantità per limitare i rischi derivanti dall'investimento in scorte. Il coordinamento della filiera determina la tipologia dei contratti di fornitura adottati (Arshinder e Deshmukh, 2008): essi spaziano dal preordine al conto consegna e l'accordo adottato è spesso una combinazione delle due tipologie come risultato del meccanismo di coordinamento, determinando un impatto positivo sulla dimensione dell'ordine del rivenditore (Cachon, 2003). La dimensione ottimale dell'ordine è influenzata dalla durata della dilazione di pagamento, in quanto l'acquirente può ridurre il costo opportunità dell'investimento in scorte, confrontandolo con il pagamento a pronti (Jaber e Osman, 2006), determinando conseguenze positive anche per il fornitore. Tali benefici si traducono nella riduzione dei costi di allestimento, ordine e stoccaggio (Luo, 2007), anche nel caso di acquirenti eterogenei (Sarmah et al., 2008). A seconda della tipologia del contratto di vendita, il rischio delle scorte è sopportato dal fornitore in caso di ordine al momento della vendita e dall'acquirente nel caso di ordine anticipato, influenzando sull'efficienza della propria catena di approvvigionamento (Cachon, 2004); se l'impresa preferisce trasferire alla controparte commerciale il rischio di realizzo delle scorte, il pagamento di un premio può indurre le parti a condividerlo (Ulku et al., 2007). In presenza di vincoli finanziari, il fornitore preferirà condividere il rischio del magazzino attraverso il preordine finanziandolo attraverso fonti interne e accedendo a fonti finanziarie esterne di breve termine, indipendentemente dalle condizioni dell'acquirente (Lai et al., 2008). In alternativa al ricorso a finanziamenti di breve termine, i fornitori possono finanziare le scorte dell'acquirente attraverso credito commerciale, evitando l'esposizione delle controparti al rischio di insolvenza nell'ambito dei contratti finanziari. Rimuovendo l'ipotesi sulla non onerosità del finanziamento delle scorte (Pfhol and Gomm, 2009), il credito commerciale contribuisce ad aumentare l'efficienza dell'intera catena di approvvigionamento: l'offerta combinata del prezzo all'ingrosso e del tasso di interesse per i pagamenti dilazionati da parte del fornitore neutrale al rischio non è influenzata dalla solvibilità del rivenditore e dalla quantità preordinata, pertanto l'acquirente è in grado di pagare interessi inferiori e aumentare la dimensione dell'ordine (Kouvelis e Zhao, 2012). L'impatto dell'offerta del credito commerciale è particolarmente rilevante al fine di aumentare le dimensioni dell'ordine dell'acquirente in caso di responsabilità limitata e vincoli finanziari, mentre il fornitore può impedire ordini eccessivi dell'acquirente discriminando i prezzi applicati (Cheng e Wang, 2002). In particolare, poiché l'asset based lending riduce le distorsioni nello scambio delle informazioni tra le imprese (Alan e Gaur, 2012) e i contratti nelle transazioni commerciali risultano flessibili per superare i vincoli caratterizzanti quelli standard (Gan et al., 2004), i fornitori avversi al rischio sono in grado di coordinare le decisioni sulla quantità degli ordini degli acquirenti razionati dal punto di vista finanziario prevedendo contemporaneamente una riduzione del prezzo per pagamenti a pronti e applicando un premio per il rischio nei pagamenti dilazionati per una durata non definita a priori (Lee e Rhee, 2011), a condizione che il costo del capitale del fornitore sia inferiore di quello dell'acquirente (Du et al., 2011). In effetti, sulla base della combinazione degli sconti per pagamenti a pronti e dell'indebitamento finanziario, il coordinamento della filiera non può essere raggiunto a causa di costi finanziari positivi che limitano l'acquirente nell'ordinare le dimensioni ottimali. Al fine di incentivare gli acquirenti a rivelare il costo del capitale per sviluppare una filiera comunicativa (Ha et al., 2017), i fornitori non informati possono offrire un menu di contratti: maggiore è il costo del capitale dell'acquirente, maggiore è la quantità ordinata attraverso il pagamento dilazionato e minori i termini di pagamento, mentre un elevato costo per il venditore è associato a condizioni restrittive nell'offerta di credito commerciale in termini sia di quantità di scadenze dilazionate (Luo e Zhang, 2012). Una volta rivelato il costo del capitale, per coordinare la catena di approvvigionamento caratterizzata dal rischio di insolvenza dell'acquirente e dalla variabilità della domanda finale, è possibile valutare una politica di sconti strettamente connessa sia al livello del pagamento anticipato, a titolo di acconto, sia alla quantità dell'ordine: se il costo del capitale del venditore è elevato, il meccanismo proposto non è in grado di coordinare la filiera a causa dell'elevato costo dell'anticipazione dei crediti, mentre l'incremento del rischio di inadempienza dell'acquirente può spingere il fornitore a limitare la quantità offerta ben lontano dalla situazione ottimale, pertanto la soluzione proposta risulta più efficace nel coordinare la filiera (Zhang et al., 2014). La relazione tra il pagamento anticipato e la percentuale di sconto può essere

influenzata dall'esperienza del fornitore nel recupero dei crediti in caso di insolvenza del debitore commerciale (Fabbri e Menichini, 2010) e dalle riserve di liquidità del riveditore (Bigelli e Vidal, 2012), oltre al potere di mercato delle controparti (Klapper et al., 2012).

#### **4. TENDENZE EVOLUTIVE NEL FINANZIAMENTO DEL CREDITO COMMERCIALE: LE POTENZIALITÀ DELLA TECNOLOGIA PER FINANZIARE LE FILIERE**

Alla luce delle molteplici motivazioni alla base dell'utilizzo del credito commerciale, le imprese tendono a fornire e ricevere credito commerciale contemporaneamente e, di conseguenza, le scelte sono interdipendenti. Ciononostante, il disallineamento tra l'ammontare e la scadenza dei crediti e dei debiti commerciali può determinare nuove esigenze finanziarie da soddisfare attraverso fonti esterne.

Per soddisfare il fabbisogno finanziario determinato dall'estensione del credito commerciale, le imprese possono ricorrere sia all'offerta degli intermediari finanziari sia all'emissione di strumenti di mercato. Con riferimento alla singola impresa, l'offerta degli intermediari finanziari è riconducibile a (Munari, 2014):

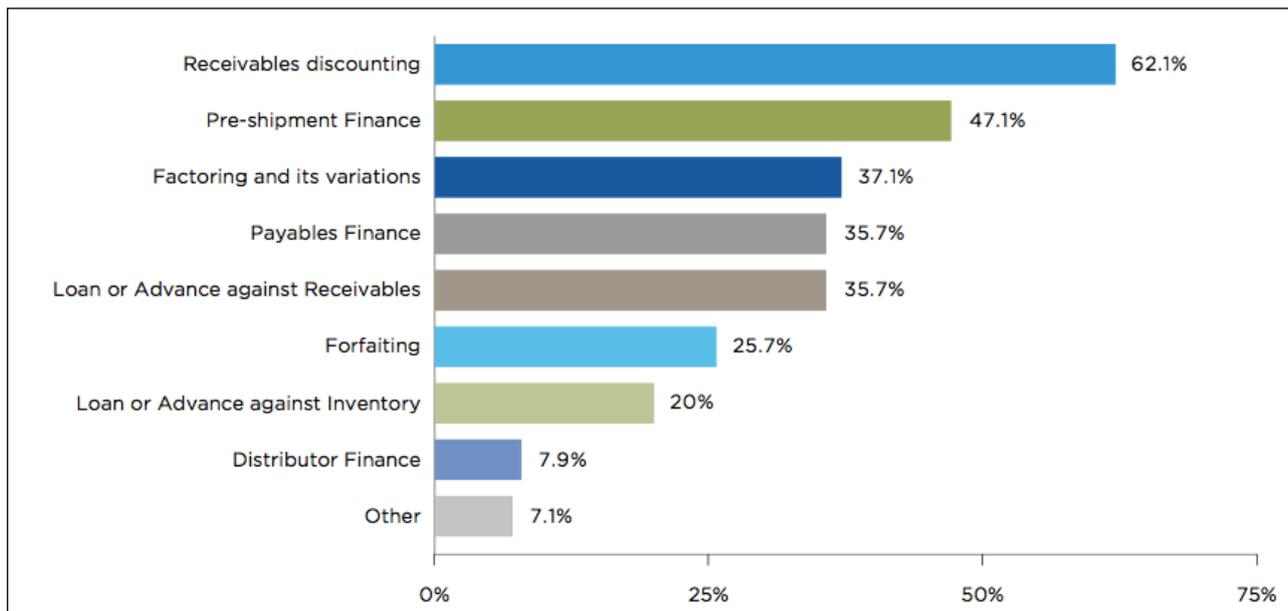
- gli strumenti autoliquidanti finalizzati ad anticipare il valore dei crediti commerciali esistenti e futuri
- i servizi di factoring volti a offrire una soluzione completa a fronte delle esigenze finanziarie e gestionali
- le garanzie nel commercio internazionale

A partire dall'offerta rivolta all'impresa, l'ampliamento dell'analisi nella prospettiva della filiera si accompagna all'introduzione di servizi finanziari innovativi. Il finanziamento della filiera è definito come *"...Supply chain finance is defined as the use of financing and risk mitigation practices and techniques to optimise the management of the working capital and liquidity invested in supply chain processes and transactions. Supply chain finance is typically applied to open account trade and is triggered by supply chain events. Visibility of underlying trade flows by the finance provider(s) is a necessary component of such financing arrangements which can be enabled by a technology platform."* (Global Supply Chain Forum, 2016, p.8). I servizi finanziari della filiera consentono alle aziende di scambiare flussi di beni e servizi senza utilizzare fondi propri e, nel commercio internazionale, senza ricorrere al credito documentario. Pertanto, i servizi offerti permettono di finanziare ordini, fatture e altre tipologie di richieste preliminari concernenti la fornitura di beni e servizi. Alla luce delle mutevoli esigenze delle imprese della filiera, i servizi di finanziamento risultano flessibili e basati sulla combinazione delle tecniche e degli strumenti finanziari sia di utilizzo consolidato sia innovativi. In particolare, i servizi di finanziamento dei crediti commerciali possono essere classificati come segue:

- acquisto di crediti commerciali, categoria che include lo sconto su fatture, il forfaiting, il factoring e la concessione di ulteriori dilazioni di pagamento dei debiti commerciali;
- finanziamento o anticipazione, categoria che comprende sia i finanziamenti di crediti futuri che l'anticipazione dei crediti in essere. Il finanziamento offerto può rappresentare anche un prestito ponte per allineare le scadenze dei debiti e dei crediti commerciali. Se l'acquirente gode di una buona reputazione sul mercato, lo strumento può essere utilizzato per finanziare l'acquisto delle materie anche in maniera anticipata rispetto alla effettiva consegna della fornitura.

Attualmente, lo strumento finanziario maggiormente utilizzato nella finanza della filiera è lo sconto dei crediti commerciali: in generale, i servizi di finanziamento del credito commerciale sono maggiormente utilizzati dalle imprese rispetto al finanziamento del capitale fisso e del magazzino (figura 6).

Figura 6 I servizi di finanziamento della filiera (dati percentuali)



Fonte: ICC (2017)

Note: le percentuali rappresentano la rilevanza dei diversi strumenti finanziari nelle risposte degli intervistati dalla ICC Global Survey on Trade Finance 2017

Venendo all'emissione di strumenti di mercato, le imprese possono soddisfare il fabbisogno finanziario determinato dalla concessione di pagamenti commerciali dilazionati attraverso (Eun e Rensnick, 2018):

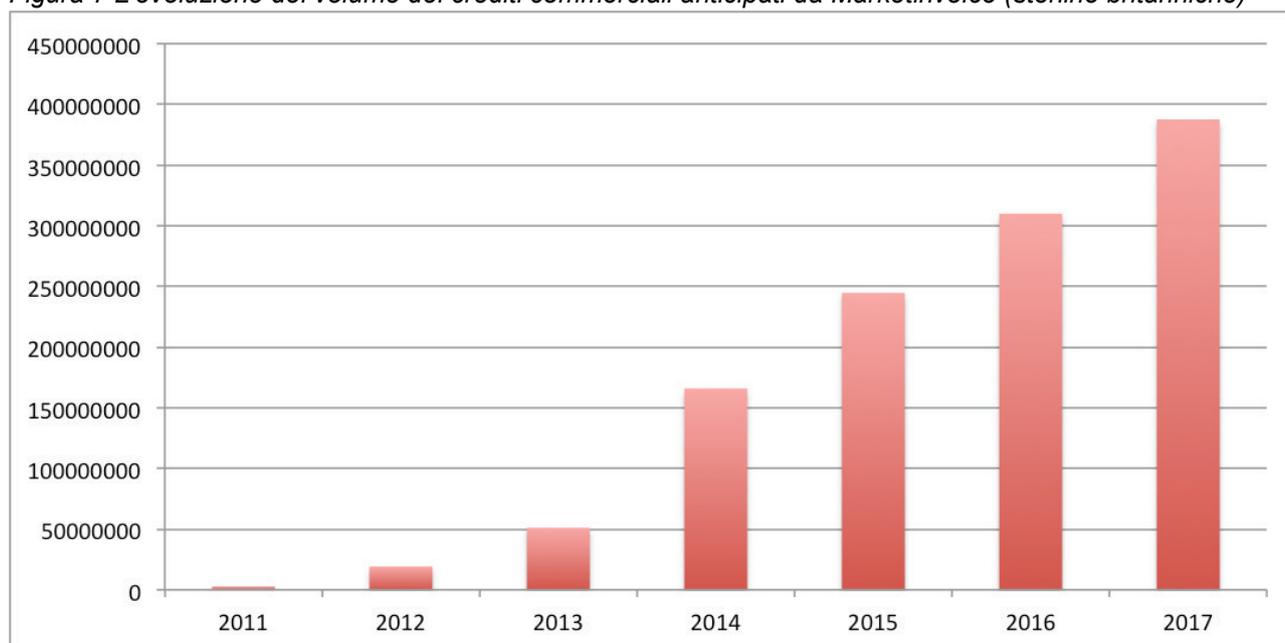
- le cambiali finanziarie o commercial papers
- la cartolarizzazione dei crediti commerciali

Gli strumenti di mercato suddetti condividono l'intervento di un intermediario finanziario che estende varie tipologie di servizi finanziari e, inoltre, impediscono agli investitori di selezionare i singoli crediti ovvero pool di crediti. Entrambi i limiti possono essere superati attraverso il peer to peer lending basato su microprestiti online tra individui senza l'intermediazione di un istituto finanziario (Carignani e Gemmo, 2007). I prenditori di fondi ottengono finanziamenti da altri creditori che, per lo più, non sono investitori professionali (Borello et al., 2014), anche se il peer to peer lending può consentire la raccolta di capitali anche presso investitori istituzionali (Hernando, 2016). Già prima dell'avvento della crisi finanziaria globale, le imprese hanno fatto ricorso al peer to peer lending per finanziare i crediti commerciali, dando vita al peer to business. In seguito, il numero delle piattaforme è cresciuto fortemente (Everett, 2014) e i numerosi prestiti online hanno consentito di finanziare le imprese giovani e a basso reddito, non assistite da garanzie prestate da enti pubblici (OCSE, 2015). Attualmente, le piattaforme specializzate nel finanziamento di crediti commerciali rappresentano uno dei modelli di finanza alternativa con maggiore potenziale di crescita (Zhang et al., 2016). Inizialmente, i soggetti finanziati erano rappresentati prevalentemente da piccole imprese, ma l'innalzamento del limite massimo delle fatture che possono essere anticipate ha reso la soluzione attraente anche per le medie imprese: attualmente, le imprese possono anticipare una percentuale dell'importo lordo delle fatture compresa tra 80 e 90% del valore del credito. L'impresa può accedere al finanziamento delle singole fatture oppure può finanziare l'intero portafoglio dei crediti, a condizione che i debitori commerciali rispettino requisiti minimi di solvibilità. Le aziende possono anche anticipare il valore dei crediti futuri che sorgeranno da contratti, licenze e appalti, corrispondendo una commissione anticipata in percentuale dei fondi ottenuti (Marketinvoice, 2017). La piattaforma può offrire all'impresa servizi aggiuntivi, come la

valutazione del credito, l'assicurazione contro l'insolvenza del cliente e i servizi di riscossione (Morse, 2015). L'innovazione dei prodotti offerti dalle piattaforme ha ampliato le tipologie delle attività finanziarie che possono essere finanziate, includendo, oltre ai crediti commerciali, i debiti commerciali e le lettere di credito (LiquidX, 2017).

Il successo delle piattaforme di finanziamento dei crediti commerciali è stato particolarmente ampio nel mondo anglosassone, come dimostrato dalla crescita dall'ammontare dei crediti anticipati da MarketInvoice: dopo gli anni iniziali, il tasso di crescita medio annuo dell'ammontare dei crediti anticipati da parte del principale player europeo supera di gran lunga il 20% (figura 7).

Figura 7 L'evoluzione del volume dei crediti commerciali anticipati da MarketInvoice (sterline britanniche)



Fonte: Rielaborazione da Gibilaro (2019,a)

## 5. IL RISCHIO DI CREDITO DELLE OPERAZIONI DI FINANZIAMENTO DEL CREDITO COMMERCIALE

Se il debitore si astiene dal rimborsare un debito, sebbene sia in grado di adempiere, l'inadempimento è da considerare di natura strategica (Guiso et al., 2013): nel caso di esposizioni derivanti dal finanziamento dei crediti commerciali, dove il rimborso del debito si basa principalmente sulla performance del debitore commerciale, è possibile osservare comportamenti diversificati alla maturazione di ogni scadenza di pagamento, sebbene il debitore non sia inadempiente strategicamente. A differenza delle esposizioni derivanti dai debiti di natura finanziaria, l'obbligazione di pagamento del debitore commerciale è soggetta ai termini e alle condizioni derivanti dall'esecuzione dell'operazione commerciale (Gibilaro, 2004). Pertanto, le perdite potenziali negli strumenti di finanziamento del credito commerciale possono derivare dalle seguenti fonti:

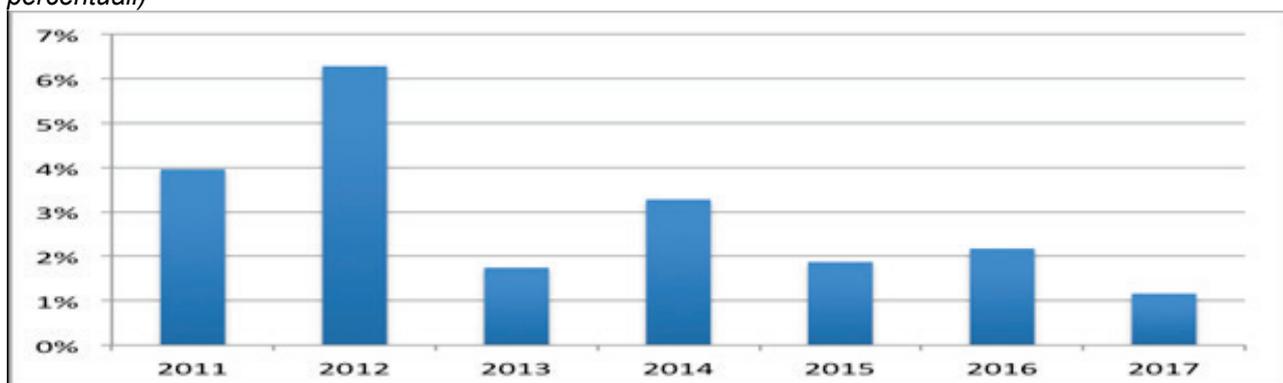
- a) rischio di inadempienza, dovuto allo stato di insolvenza della controparte obbligata a rimborsare l'esposizione. Si noti che negli strumenti di finanziamento dei crediti commerciali, a causa della relazione trilaterale tra il creditore commerciale, il debitore commerciale e il finanziatore, la controparte che riceve l'anticipo non è la controparte predeterminata al rimborso del debito e, solamente nella cessione pro solvendo, il

cessionario mantiene il diritto di rivalsa sul cedente. Nelle operazioni pro soluto, l'evento del default riguarda l'insolvenza del debitore commerciale, anche se l'esposizione finanziaria del finanziatore è nei confronti del venditore / cedente che, tuttavia, non è responsabile per l'inadempimento della controparte, ad eccezione di eventi che possano essere ricondotti nell'ambito del rischio di annacquamento;

- b) rischio di annacquamento. Si riferisce alla "... possibilità che l'ammontare del credito sia ridotto tramite crediti monetari o non monetari verso il debitore del credito, ad esempio a causa di compensazioni o assegni derivanti da resi di beni venduti, controversie relative alla qualità del prodotto, possibili debiti del cedente nei confronti del debitore ed eventuali sconti di pagamento o promozionali offerti dal cedente (ad esempio, un credito per pagamenti in contanti entro 30 giorni) "(Basel Committee on Banking Supervision, 2004). Il rischio di annacquamento può determinare perdite creditizie in alternativa al rischio di insolvenza, in quanto il finanziatore non può subire perdite congiuntamente a causa delle due fonti di rischio e, ulteriormente, gli approcci adottati nella gestione del credito possono influenzare l'individuazione del rischio.

La pluralità delle fonti che possono determinare perdite creditizie non ha ostacolato l'offerta di strumenti finanziari per soddisfare il fabbisogno finanziario determinato dall'estensione di pagamenti dilazionati. In particolare, gli strumenti più innovativi, come il peer to business, hanno consentito di finanziare il fabbisogno determinato dalla concessione del credito di fornitura anche a soggetti non professionisti. La figura 8 mostra il tasso di insolvenza annuale dei debitori commerciali di imprese che hanno finanziato i propri crediti commerciali attraverso la piattaforma Marketinvoice: il tasso di default annuale, basato sulla relazione tra il numero di esposizioni in arretrato e il numero totale di esposizioni, è inferiore al 10% e diminuisce nel tempo, determinando un tasso ponderato pari all'8,08%<sup>4</sup> sull'orizzonte temporale settennale per l'intero portafoglio. Questa evidenza mostra che la definizione basata sullo scaduto è coerente con i tempi di pagamento che caratterizzano l'area geografica.

Figura 8 Il tasso di insolvenza delle esposizioni derivanti dal finanziamento del credito commerciale (dati percentuali)



Fonte: Rielaborazione da Gibilaro (2019,b)

<sup>4</sup> Anche se la definizione di default adottata non è basata su un numero minimo di giorni di scaduto, le evidenze empiriche dimostrano che oltre il 90% di tali esposizioni è classificato come "perdite cristallizzate". Tale categoria comprende casi in cui né il venditore né il debitore rimborsano l'intero valore anticipato oltre agli interessi, quindi possono essere considerati scaduti oltre 90 giorni e utilizzati per prevedere il rischio di insolvenza (Dorfeitner et al., 2017).

Figura 9 La durata del processo del recupero delle esposizioni di finanziamento del credito commerciale (giorni)

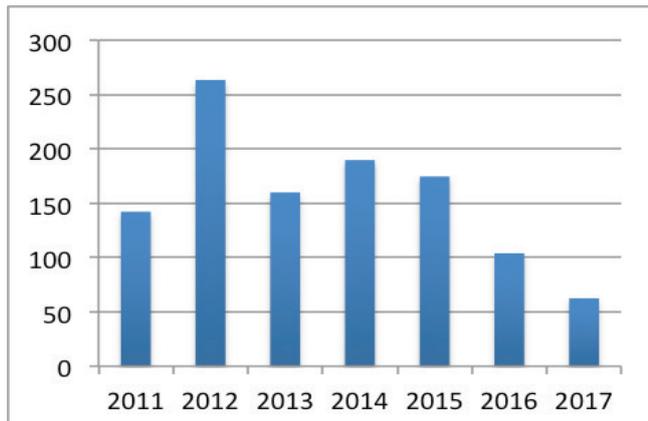
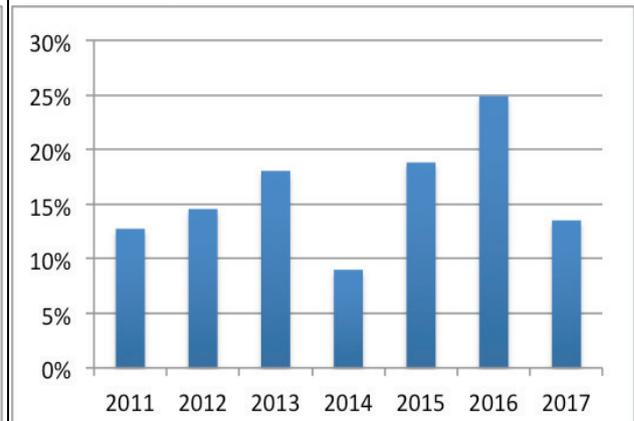


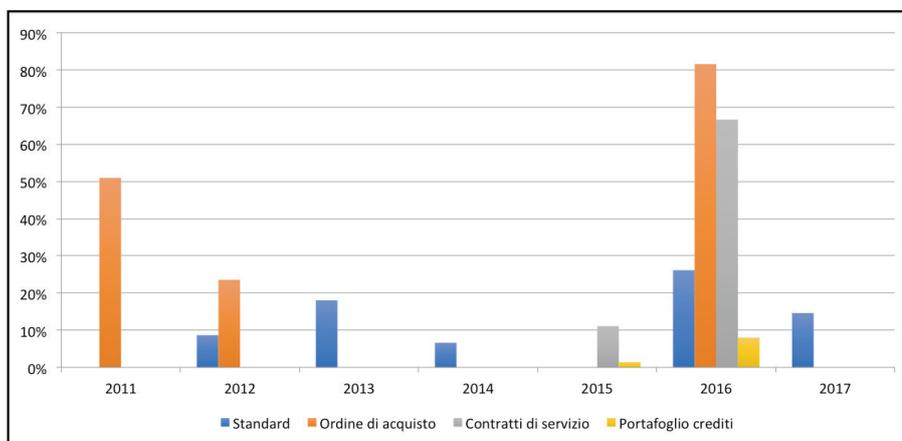
Figura 10 La LGD media delle esposizioni di finanziamento del credito commerciale (percentuali)



Fonte: Rielaborazione da Gibilaro (2019,b)

Le figure 9 e 10 offrono una fotografia sul risultato dell'attività del recupero nella fase successiva rispetto alla classificazione dell'esposizione in insolvenza. In particolare, in base alle perdite cristallizzate, la LGD è determinata come il rapporto tra l'importo in essere e l'importo dell'anticipo (Dorflleitner et al., 2017) e, poiché la durata media del processo di recupero è inferiore a un anno (figura 9), l'impatto del tasso di attualizzazione può essere omesso in ragione dell'efficacia e dell'efficienza del processo del recupero. Sebbene la LGD media nell'orizzonte temporale 2011-2017 sia all'incirca pari al 16% (figura 10), si evidenzia una modesta variabilità tra i diversi anni, mostrando un range annuale tra lo 8,99% e il 24,90%. Inoltre, la LGD mediana è pari allo 0% in tutti gli anni considerati, pertanto l'asimmetria positiva nella distribuzione indica che la maggioranza delle esposizioni in difficoltà termina con una perdita irrilevante: tale conclusione è coerente con il ruolo di mitigazione del rischio esercitato dai crediti commerciali, anche nei rapporti finanziari in cui il finanziatore non è privilegiato. Poiché il creditore commerciale garantisce l'esposizione, il basso tasso di perdita può essere attribuito alla pluralità di controparti per il recupero dell'esposizione. Ulteriormente, la segmentazione dei tassi di recupero per tipologia del prodotto evidenzia il maggior rischio delle operazioni di finanziamento degli ordini di acquisto e dei contratti di servizio rispetto al finanziamento dei crediti commerciali originati nell'ambito delle relazioni di filiera, che rappresentano il prodotto standard, e del portafoglio completo dei crediti (figura 11).

Figura 11 La LGD media delle esposizioni di finanziamento del credito commerciale per tipologia di prodotto (dati percentuali)



Fonte: Rielaborazione da Gibilaro (2019,b)

Venendo alla seconda fonte del rischio di credito, le evidenze empiriche mostrano che il rischio di annacquamento è marginale e, di frequente, si accompagna al rischio di insolvenza. Il fenomeno mostra una modesta variabilità nel tempo, influenzata dalla classificazione geo-settoriale della relazione commerciale sottostante. Nell'ambito delle operazioni di finanziamento basate sulla cessione dei crediti commerciali, l'analisi delle caratteristiche contrattuali mostra la rilevanza del rischio nel caso di cessioni non notificate al debitore ceduto e, secondariamente, dei contratti di cessione dei crediti con pagamento del valore nominale del credito alla scadenza e di anticipazione dei sussidi erogati dal settore pubblico, mentre nelle altre operazioni di finanziamento i tassi di annacquamento annuali risultano inferiori al 2% (Gibilaro 2019, b).

## 6. CONCLUSIONI

Il credito commerciale è utilizzato in modo estensivo nel commercio sia internazionale sia domestico. Esso sostiene lo sviluppo dei paesi a basso e medio reddito nel commercio internazionale, mostrando un ruolo ancora più rilevante nelle transazioni commerciali che interessano i paesi sviluppati. I paesi europei si caratterizzano per la maggiore incidenza dei crediti commerciali sul totale delle attività, mostrando il primato dell'Italia, mentre i paesi anglosassoni sono caratterizzati da un'incidenza debole. L'Italia si conferma il paese in cui il sostegno alle vendite del credito commerciale è più forte, ma si può osservare un ruolo non marginale anche per alcuni paesi anglosassoni. Attraverso un approccio multidimensionale, i dati mostrano che la tipologia del settore influisce sulla rilevanza del credito commerciale sul totale delle attività e sul sostegno alle vendite: la portata di tale influenza è determinata dall'area geografica, ma tiene conto delle caratteristiche dell'impresa. Certamente, le imprese più grandi sono maggiormente comparabili nell'uso del credito commerciale a prescindere dall'area geografica di riferimento, mentre le dinamiche nell'utilizzo del credito commerciale delle piccole e delle medie imprese appaiono influenzate dai fattori economici locali.

I servizi finanziari per le filiere rappresentano un valido sostegno allo sviluppo futuro del commercio internazionale, combinando strumenti esistenti con nuove soluzioni attraverso le applicazioni tecnologiche. La rilevanza strategica del finanziamento della filiera ha stimolato l'offerta di soluzioni integrate che utilizzano procedure di pagamento basate totalmente sui rapporti interbancari. Nell'ambito delle soluzioni di mercato, un'alternativa innovativa è emersa negli ultimi anni nel contesto del crowdfunding: l'ammontare dei crediti commerciali anticipati attraverso le piattaforme tematiche sullo sconto delle fatture sta crescendo molto velocemente e il prodotto rappresenta una tra le più importanti categorie del prestito da pari a pari. Tra i fattori determinanti vi è la mitigazione del rischio offerta dai crediti commerciali, che non è ridotta dalla pluralità delle fonti che possono determinare perdite creditizie. Nella prospettiva del rischio di insolvenza, la manifestazione del rischio appare di entità modesta e, inoltre, i tassi di recupero si caratterizzano sia per previsioni più affidabili sia per la possibilità di mitigare le perdite, in particolare quando si finanziano le filiere. L'esposizione al rischio di annacquamento è determinata dalla manifestazione dell'evento rispetto alla prestazione finanziaria del creditore: anche se a livello aggregato il rischio è moderato, evidenze empiriche originali mostrano che l'impatto è variabile nel tempo, in funzione delle tipologie dei settori economici coinvolti nelle transazioni e delle tipologie dei contratti.

## 7. BIBLIOGRAFIA

Abad P., Jaggi C. (2003), "A joint approach for setting unit price and the length of the credit period for a seller when end demand is price sensitive", *International Journal of Production Economics*, vol. 83, n.2, p.115-122

Alan Y., Gaur V. (2012), *Operational investment and capital structure under asset based lending: A one period model*, working paper, Cornell University

Arshinder A., Deshmukh S. (2008), "Supply chain coordination: Perspectives, empirical studies and research directions", *International Journal of Production Economics*, vol.115, n.5, p.316-335

Asmundson I., Dorsey T., Khachatryan A., Niculcea I., Saito M. (2011), "Trade and trade finance in the 2008-09 financial crisis", *IMF Working Papers*, n.1116

Auboin M., Engemann M. (2014), "Testing the trade credit and trade link: evidence from data on export credit insurance", *Review of World Economics*, vol.50, n.4, p. 715-743

Basel Committee on Banking Supervision (2004), *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, Basilea, giugno

Beck T., Demirgüç-Kunt A., Maksimovic V. (2008), "Financing patterns around the world: Are small Firms different?," *Journal of Financial Economics*, vol.89, p. 467-487

Berne Union (2016), *Yearbook 2016*, London

Bigelli M., Sánchez-Vidal J. (2012), "Cash holdings in private firms," *Journal of Banking & Finance*, vol.36, n.1, p. 26-35

Breza E., Liberman A. (2017), "Financial Contracting and Organizational Form: Evidence from the Regulation of Trade Credit", *Journal of Finance*, vol.72, n.1, p. 291-324

Borello G., De Crescenzo V., Pichler F. (2014), "Le piattaforme di Financial Return crowdfunding nell'Unione Europea", *Bancaria*, vol. 70, n.12, p.77-90

Bukart M., Ellingsen T. (2004), "In-Kind Finance: A Theory of Trade", *American Economic Review*, vol.94, n.3, p. 569-590

Cachon G. (2004), "The Allocation of Inventory Risk in a Supply Chain: Push, Pull, and Advance Purchase Discount Contracts", *Management Science*, vol. 50, n.2, p. 222-238

Carbo Valverde S., Rodriguez Fernandez F., Udell G. (2016), "Trade credit, the financial crises and SME access to Finance", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol.48, n.1, p. 113-143

Carignani A., Gemmo V. (2007), "Prestiti peer to peer: Modelli di business e strategie", *Credito popolare*, vol. 14, n. 3-4, p. 409-425

Cheng X., Wang A. (2012), "Trade credit contract with limited liability in the supply chain with budget constraints", *Annals of Operations Research*, vol. 196, n.1, p.153-165

- Du R., Banarjee A., Kim S. (2013), "Coordination of two-echelon supply chains using wholesale price discount and credit option", *International Journal of Production Economics*, vol.143, n.2, p.327-334
- Everett C. (2014), *Origins and Development of Credit-Based Crowdfunding*, working paper, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) (consultato in data 10/01/2018)
- Eun C., Rensnick B. (2018), *International Financial Management*, Mc Hill, New York
- Fabrizio D., Menichini A. (2010), "Trade credit, collateral liquidation, and borrowing constraints", *Journal of Financial Economics*, vol. 96, n.3, p. 413-432
- Ferrando A., Mulier K. (2013), "Do firms use the trade credit channel to manage growth?", *Journal of Banking and Finance*, vol. 37, n. 8, p.3035-3046
- Fitzpatrick A., Lien B. (2013), "The Use of Trade Credit by Businesses", *Reserve Bank of Australia Bulletin*, settembre
- Gan X., Sethi S., Yan H. (2004), "Coordination of Supply Chains with Risk-Averse Agents", *Productions and Operations Management*, vol. 13, n. 2, p.135-149
- Gibilaro L. (2004), "Il trattamento dei crediti commerciali nel Nuovo Accordo sul Capitale", *Banche e Banchieri*, vol. 31, n.4, p. 308-320
- Gibilaro L. (2019,a), *Trade Credit and Financing Instruments*, Business Expert Press, New York
- Gibilaro L. (2019,b), *Trade Credit and Risk Management*, Business Expert Press, New York
- Global Supply Chain Finance Forum (2016), *Standard definitions for techniques of supply chain finance*, Washington
- Guiso L., Sapienza P., Zingales L. (2013), "The Determinants of Attitudes toward Strategic Default on Mortgages", *Journal of Finance*, vol. 68, n.4, p. 1473-1515
- Ha A., Tian Q., Tong S. (2017), "Information Sharing in Competing Supply Chains with Production Cost Reduction", *Manufacturing & Service Operations Management*, vol. 19, n. 2, p. 246-262
- Hernando J.R., (2016), "Crowdfunding: The Collaborative Economy for Channelling Institutional and Household Savings", *Research in International Business and Finance*, vol. 38, n. 1, p. 326-337
- International Monetary Fund (IMF), Bankers Association for Finance and Trade and International Financial Services Association (BAFT-IFSTA) (2010), "A survey among banks assessing the current trade finance environment", *Trade finance services: Current environment and recommendations: Wave 3*, Washington
- International Chamber of Commerce (ICC) (2016), *2016 Rethinking Trade and Finance*, Parigi
- Jaber M., Osman I. (2006), "Coordinating a two-level supply chain with delay in payments and profit sharing", *Computers & Industrial Engineering*, vol. 50, n.4, p. 385-400
- Klapper L., Laeven L., Rajan R. (2012), "Trade credit contracts", *Review of Financial Studies*, vol.25, n.3, p.838 -867

- Kouvelis, P. and Zhao, W. (2012). "Financing the Newsvendor: Supplier vs. Bank, and the Structure of Optimal Trade Credit Contracts". *Operations Research*, vol.60, n.3, p.566-580
- Lai G., Debo, L.G. and Sycara, K. (2009). "Sharing inventory risk in supply chain: The implication of financial constraint", *Omega*, vol.37, n.4, p.811-825
- Lambert D., Cooper M., Pagh J. (1998) "Supply chain management: implementation issues and research opportunities", *International Journal of <sup>77</sup>Logistic Management*, vol.9, n.2, p.1-19
- Lee C.H., Rhee B.D, (2011), "Trade credit for supply chain coordination", *European Journal of Operational Research*, vol.214, p.136-146
- Li X., Wang Q, (2007), "Coordination mechanisms of supply chain systems", *European Journal of Operational Research*, vol. 179, p.1-16
- LiquidX (2017), "LiquidX Advantage", <http://liquidx.com/liquidxadvantage/> (consultato il 10/01/2018)
- Luo J, (2007), "Buyer-vendor inventory coordination with credit period incentives", *International Journal of Production Economics*, vol.108, n.1-2, p.143-152
- Luo J, Zhang Q, (2012), "Trade credit: A new mechanism to coordinate supply chain", *Operations Research Letters*, vol. 40, n.5, p. 378-384
- Marketinvoice (2017), *Learning Center*, <https://learn.marketinvoice.com/> (consultato il 10/01/2018)
- Morse A. (2015), "Peer to Peer Crowdfunding: Information and the Potential for Disruption in Consumer Lending", *NBER working paper*, n. 20899
- Munari L. (a cura di) (2014), *Strumenti finanziari e creditizi. Dai bisogni alle soluzioni*, Mc Graw Hill, Milano
- OCSE (2015), *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments*, OECD Publishing, Parigi
- Pfhol H., Gomm M. (2009), "Supply chain finance: optimizing financial flows in supply chains", *Logistic Research*, vol. 1, n.3, p.149-161
- Rajan, R., Zingales L. (1995), "What do we know about Capital Structure? Some evidence from international data", *Journal of Finance*, vol. 50, n.5, pp. 1421-1460
- Seifert D., Seifert R., Protopappa-Sieke M. (2013), "A review of trade credit literature: Opportunities for research in operations", *European Journal of Operational Research*, vol.231, n.2 p.245-256
- Stevens G. (1989), "Integrating the Supply Chain", *International Journal of Physical Distribution & Materials Management*, vol.19, n.8, p.3-8
- Task Force on Finance Statistics (2016), *Minutes*, n.18, <http://www.tffs.org> (consultato il 23 Maggio, 2017)
- Ulku S., Toktay L., Yucesan E. (2007), "Risk ownership in contract manufacturing", *Manufacturing Service and Operation Management*, vol. 9, n.3, p.225-241
- Yu M. (2013), "Supply chain management and financial performance: literature review and future directions", *International Journal of Production Economics*, vol. 33, n.10, p.1283-1317

Zhang Q., Dong M., Luo J., Segerstedt A. (2014), "Supply chain coordination with trade credit and quantity discount incorporating default risk", *International Journal of Production Economics*, vol.153, p.352-360

Zhang B., Baeck P., Ziegler T., Bone J. Garvey K. (2016), *Pushing boundaries, The 2015 UK alternative finance industry report*, Nesta and Cambridge Center for Alternative Finance, Febbraio