



# Nuovi assetti della Finanza d'Impresa in un mercato del credito in trasformazione

## Convegno AITI

*Volatilità dei mercati e crisi del credito:  
come cambia lo scenario per le tesorerie d'impresa*

**Roma, 17 ottobre 2008**

*Luca Erzegovesi*

Dipartimento di informatica e studi aziendali, Università di Trento

Email: [luca.erzegovesi@unitn.it](mailto:luca.erzegovesi@unitn.it)

<http://aleablog.net>

# Sommario

---

- ❑ **La crisi creditizia: fatti stilizzati**
  
- ❑ **Effetti probabili della crisi sulla finanza d'impresa**
  - *Inside vs. outside finance* e costo del capitale
  - Gestione della tesoreria e dei rischi finanziari
  
- ❑ **Adattamento dei modelli di gestione finanziaria**

---

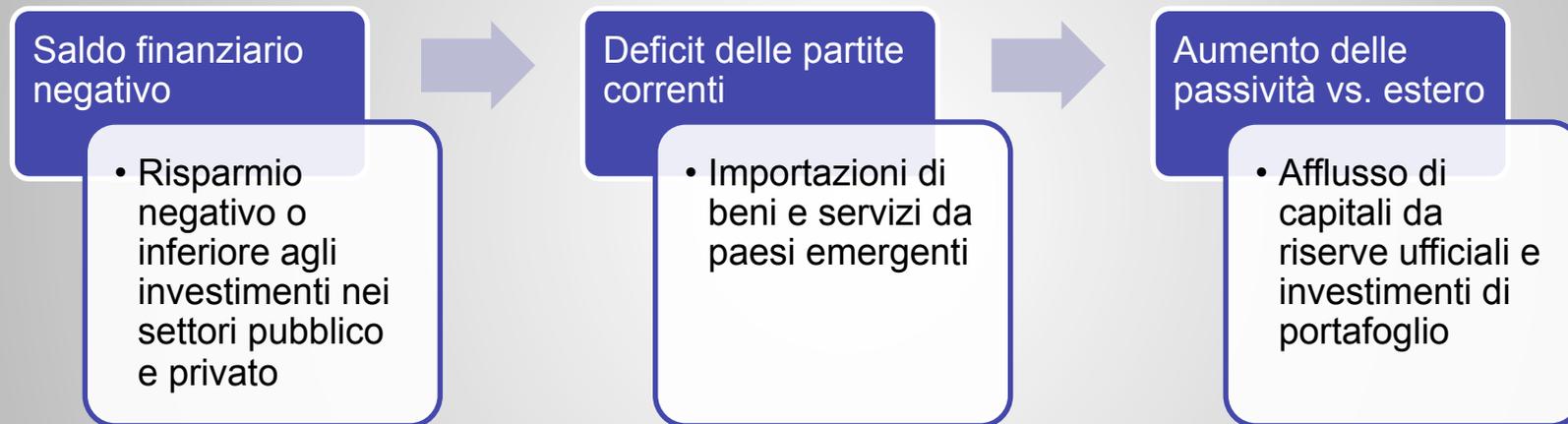
**1**

**La crisi creditizia:  
fatti stilizzati**

# La crisi creditizia

## Gli squilibri reali negli Stati Uniti

---



# La crisi creditizia

## Il denaro facile negli Stati Uniti

---

Liquidità in dollari  
abbondante sui  
mercati monetari e  
dei bond *investment  
grade*



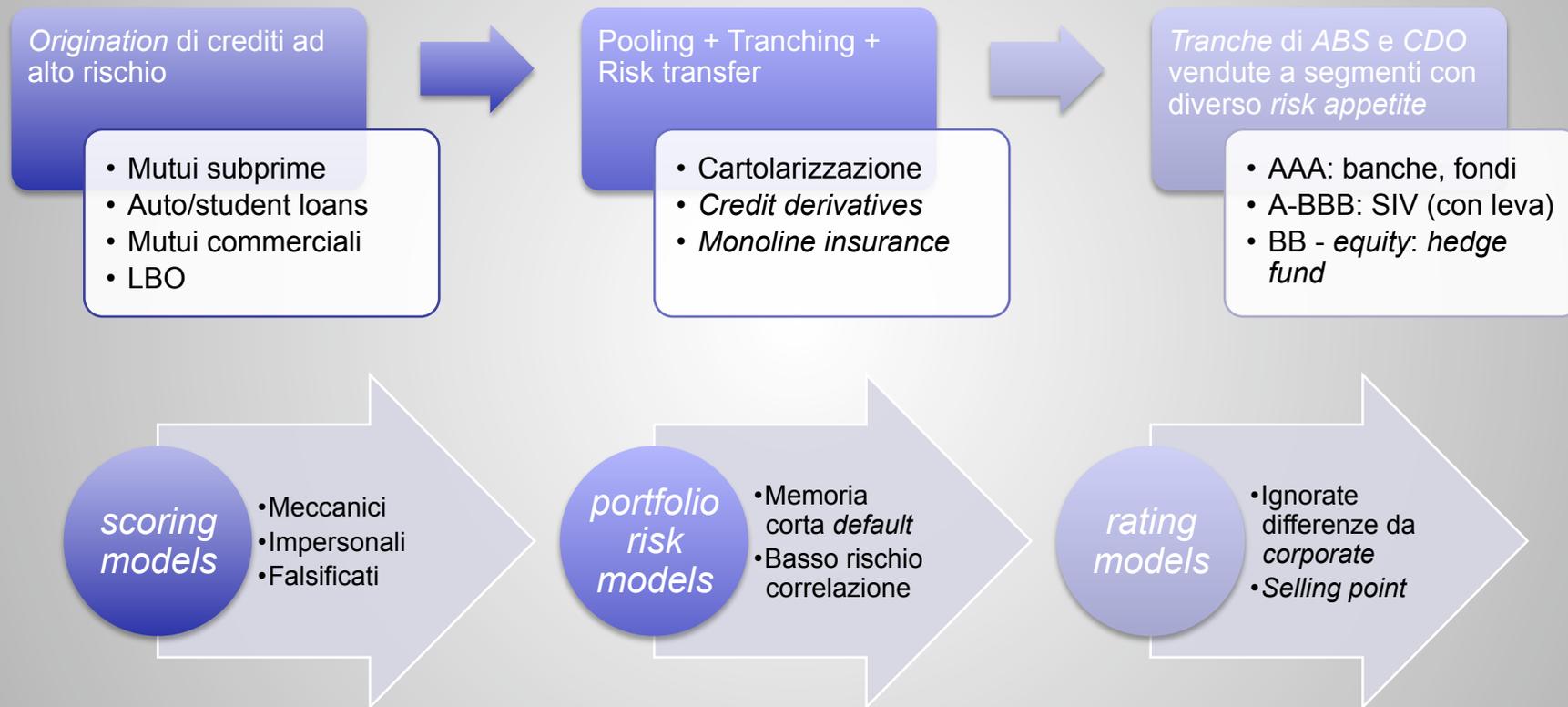
Politica della Fed  
accomodante vs i  
mercati degli asset  
(*Greenspan's put*)  
basso *cost of carry*



Domanda di asset  
complessi ad alto  
rischio / leva da  
investitori sofisticati  
(*hedge funds,  
proprietary trading  
desk*)

# La crisi creditizia

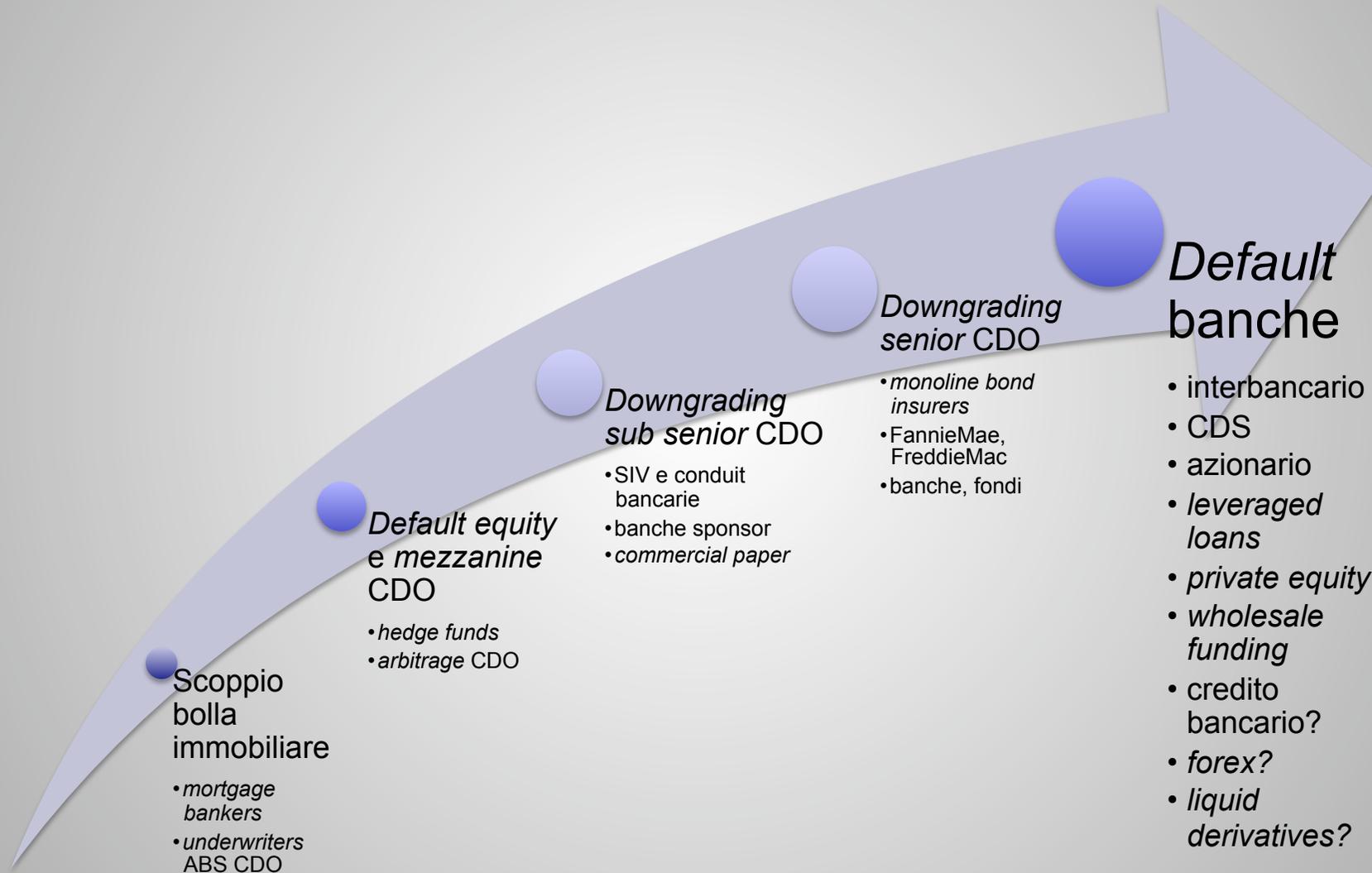
## Il modello di business *originate to distribute*



# La crisi creditizia

## Scatenamento e propagazione della crisi

---



---

**2**

**Effetti probabili della crisi  
sulla finanza d'impresa**

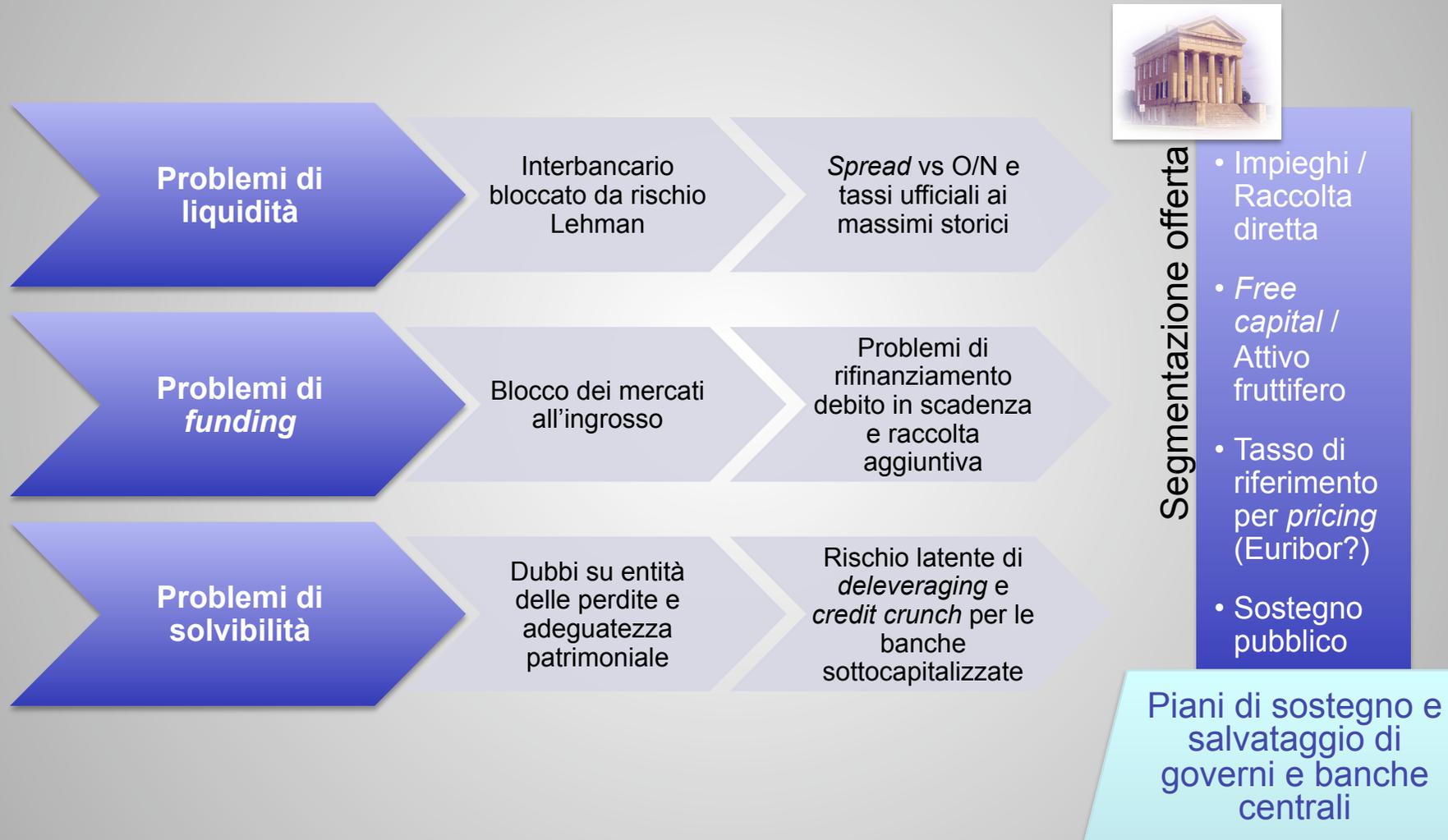
---

2.1

*Inside vs. outside finance*  
e costo del capitale

# Effetti immediati

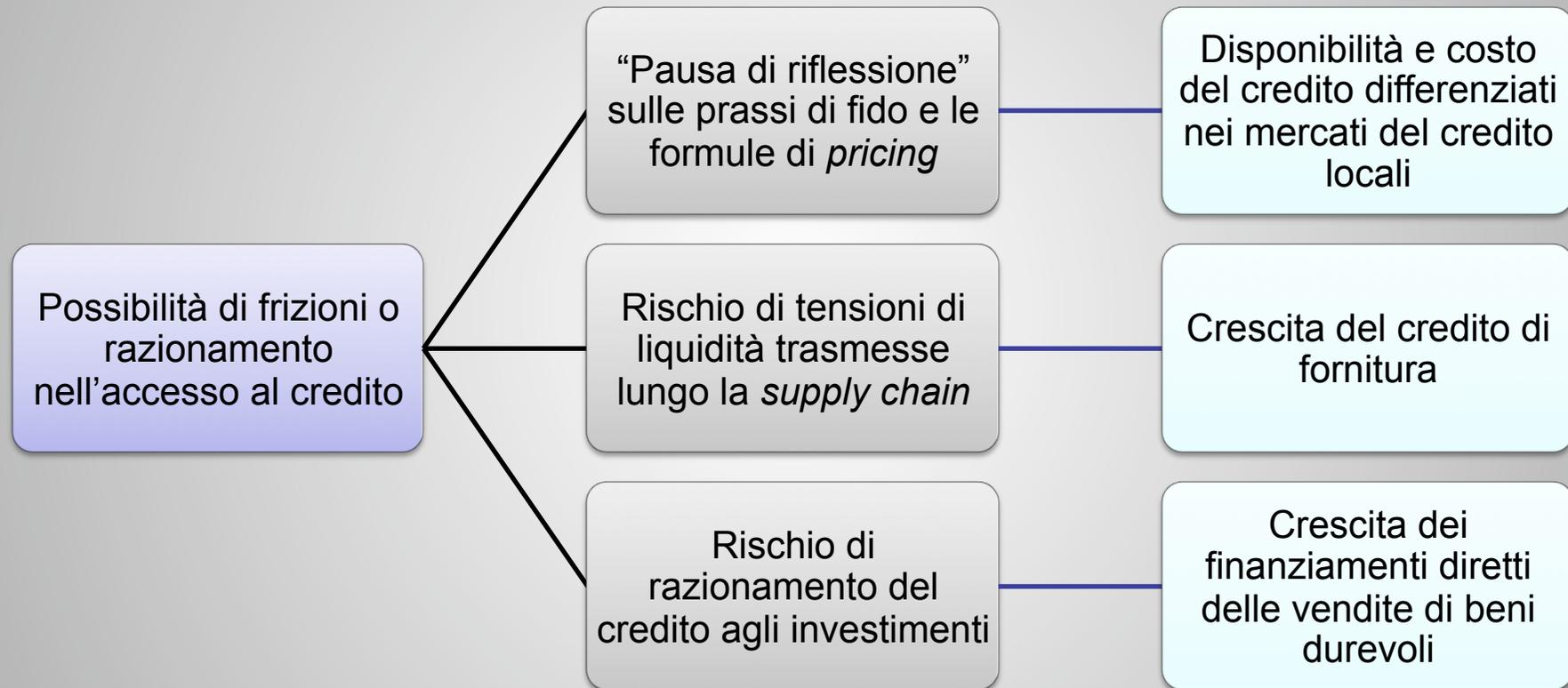
## Offerta di credito



# Effetti immediati

## Credito commerciale e finanziamento delle vendite

---



## Effetti immediati

### Fondi interni e attività di tesoreria

---

#### Competizione tra banche sulla raccolta da imprese

- Sostitutiva dell'interbancario, premio di rendimento crescente
- Compensazione del rischio Basilea 2 sulle esposizioni creditizie
- Conteggiata nei budget commerciali di volume

#### Convenienza delle imprese con surplus di liquidità

- Rendimenti extra da crisi interbancario
- Possibili spread positivi rispetto al costo del credito in essere
- No rischio *default* banca (se la posizione netta è debitoria) grazie al *netting*

# Effetti prolungati

## La minaccia di recessione e di *credit crunch*

---

- ❑ Il modello di “banca del territorio” è stato finora il punto di forza del nostro sistema in condizioni di
  - Adeguatezza e stabilità della raccolta diretta da clientela
  - Livello contenuto dei tassi di *funding* e dei *credit spread*
- ❑ Una recessione prolungata produrrebbe un severo peggioramento della qualità del credito, specialmente nei settori/aree legati alla domanda interna o con bassa competitività sui mercati esteri
- ❑ Una caduta della qualità del credito alle imprese avrebbe effetti devastanti
  - *Shock* di costo del credito e incidenza degli oneri finanziari sull'EBIT
  - Crescita dei tassi di *default* a livelli di un ordine di grandezza superiori ai valori recenti (minimi di ciclo)
  - Impatto delle perdite non sostenibile per molte banche
  - *Credit crunch* con effetto a spirale negativa
  - Rischio di volatilità della raccolta diretta a medio termine
  - Crisi bancarie
- ❑ **E' uno scenario da scongiurare**

# Effetti prolungati

## Leva e costo del capitale in uno scenario di recessione

---

- ❑ La scelta di fondo per le imprese
  - Restare sul mercato
  - Vendere o liquidare
- ❑ Se si decide di rimanere sul mercato, occorre ricapitalizzare, come?
  - Incentivi alla riduzione della leva finanziaria
    - *Pricing* del credito in base a un rating iper-prudenziale (Basilea 3?)
    - Possibile riduzione dello scudo fiscale
  - Riduzione del prelievo di utili e apporti di capitale netto
    - Effetto segnale per le banche e gli investitori
    - Accettazione di una riduzione del ROE atteso in recessione
    - Formazione di una riserva strategica di liquidità interna
    - Disponibilità di *outside capital* interessato al controllo dell'impresa
- ❑ Probabile il ritorno a programmi di credito a medio termine a tasso agevolato o finanziati / garantiti dal settore pubblico

---

2.2

Gestione della tesoreria  
e dei rischi finanziari

# Treasury & Risk Management

## Efficienza della *financial supply chain*

---

- Nuove forme tecniche per integrare i cicli commerciali con i regolamenti monetari e il credito bancario
- *trade financing, self liquidating, escrow account, reverse financing* → processi con destinazione certificabile dei fondi → riduzione di rischi
- Integrazione tra gli standard digitali (industriali e bancari) dei cicli commerciali e dei regolamenti monetari
  - Ordini e Fatturazione elettronica
  - *Corporate Banking* Interbancario

Valenza strategica di *supply chain* efficienti anche nelle relazioni finanziarie



- Puntualità dei pagamenti per una corretta programmazione della tesoreria in condizioni di credito più scarso
- Trasparenza dei vantaggi di disponibilità / costo della liquidità trasferiti dai fornitori ai clienti / committenti o viceversa
- Affinamento e integrazione dei sistemi informativi per il *treasury management*

Vantaggi



# Treasury & Risk Management

## Rischi di credito, di interesse e di cambio

---

- ❑ Crucialità del *credit management*
- ❑ Rischio di tasso
  - Consolidamento del debito a tasso fisso?
  - Nuove formule di tasso rinegoziabile se i mercati interbancari rimarranno perturbati
- ❑ Rischio di cambio
  - Torna in primo piano la componente strategico – commerciale: si formeranno nuovi *habitat* valutari?
    - Paesi produttori di materie prime
    - Asia
- ❑ Rischio materie prime
  - Gestione correlata con il rischio di cambio

# Treasury & Risk Management

## Comunicazione finanziaria e *investor relations*

---

Cruciale per l'impresa segnalare ai partner e ai finanziatori solidità e capacità di governo degli equilibri finanziari e patrimoniali

Crescerà l'importanza della comunicazione con i **partner** di *supply chain*

Si ridurrà il peso degli investitori di portafoglio vs. **finanziatori** stabili coinvolti nella *governance*

Condivisione di un piano finanziario del progetto integrato con il piano produttivo / commerciale

Trasparenza degli apporti al finanziamento e della suddivisione del *payoff*

Comunicazione finanziaria di sostanza vs partner strategici, fondi di *private equity*, fondi sovrani, banche

Portali web integrati con i sistemi informativi direzionali  
XBRL

---

**3**

**Adattamento dei modelli  
di gestione finanziaria**

# Adattamento dei modelli di gestione finanziaria

## La grande impresa: una grande responsabilità

---



# Adattamento dei modelli di gestione finanziaria

## La media impresa dinamica: baluardo del Sistema Italia

---

Ha retto la sfida della globalizzazione

Crescita dell'export  
e redditività  
2005-2007

Da polo di riferimento di filiere distrettuali a *leader* di catene del valore più integrate

Ha un modello di finanziamento centrato sui fondi interni e sul ricorso al credito

Spazi di affinamento e arricchimento della gestione finanziaria

Recupero di efficienza e allargamento delle possibilità operative

Deve trovare accesso ad *outside capital*

Ha le risorse per finanziare l'innovazione e la riorganizzazione della *supply chain*?

Può cadere vittima o preda dei *competitor* vecchi e nuovi

# Adattamento dei modelli di gestione finanziaria

## Il resto del sistema: le piccole imprese

---



---

# (non) Conclusioni

# Uno sguardo al futuro

## Affrontare la crisi a viso aperto

---

