

# Il Pricing to Risk: strumento a supporto delle aziende esportatrici

di Giampietro Garioni (\*) e Francesco Lucchese (\*\*)

**L**e nostre aziende esportatrici si trovano, oggi, a operare in un contesto internazionale molto dinamico e sempre più competitivo, molte di esse per rimanere competitive, hanno quindi intrapreso, o stanno per intraprendere, un processo di trasformazione, in alcuni casi molto «profondo», di prodotto, organizzazione e gestione dei rischi. Questa trasformazione non poteva rimanere isolata e non coinvolgere, in una sorta di reazione a catena, le strutture private e pubbliche a supporto dell'internazionalizzazione delle nostre aziende.

## L'evoluzione delle strutture a supporto dell'internazionalizzazione

Il processo di apertura ai mercati esteri ha stimolato una domanda nei confronti delle strutture preposte al supporto dell'internazionalizzazione delle nostre aziende, sia di nuove forme di assistenza sia di prodotti e servizi più attinenti alle mutate esigenze e, non ultimo, una maggiore attenzione all'assunzione di rischi di varia natura (finanziari, di credito e di natura tecnica).

In analogia a quanto accaduto per le nostre aziende esportatrici, si sta assistendo a una parallela trasformazione anche per banche e Enti di sostegno all'internazionalizzazione (1).

Ne sono un esempio le aggregazioni nazionali e l'espansione all'estero da parte delle nostre banche, come pure la creazione di strutture della banca dedicate esclusivamente all'Impresa. Per quanto riguarda l'ambito pubblico basti menzionare la recente trasformazione in Spa (Gennaio 2004) della nostra Export Credit Agency - SACE - e la costituzione, nel maggio del 2004, di SACE BT Spa, quest'ultima nata per rispondere alle esigenze assicurative nel breve termine (fino a 24 mesi) delle aziende esportatrici.

È cresciuta in generale l'offerta sia di prodotti dedicati alla copertura del rischio finanziario (di cambio e di tasso), sia di prodotti assicurativi e finanziari destinati alla copertura del rischio di credito (commerciale e politico).

È stata altresì ampliata la tradizionale gamma dei prodotti offerti. Per quanto riguarda SACE Spa, ad

esempio, in aggiunta ai tradizionali prodotti assicurativi (di credito fornitore, acquirente (2) e gli altri prodotti per banche ed imprese) si sono aggiunti i prodotti cosiddetti di *credit enhancement*, destinati a supportare il sistema bancario e assicurativo, liberando risorse finanziarie, a beneficio delle aziende italiane e del loro sviluppo all'estero. Alcuni prodotti tradizionali, infine, sono stati perfezionati; è il caso della recente (dal 2002) possibilità di smobilizzare - pro soluto - la polizza SACE Credito Fornitore (3).

### Note:

(\*) *Consulente di finanza e internazionalizzazione, docente del Master in Commercio Internazionale, e di Economia e tecnica degli scambi internazionali all'Università di Padova.*

(\*\*) *Cultore della materia di Economia e tecnica degli scambi internazionali all'Università di Verona.*

(1) Si veda «Istituzioni e commercio estero fra crisi e riforme» di Giampietro Garioni, in *Commercio Internazionale* n. 2/2006.

(2) Cfr. sito istituzionale di SACE Spa [www.sace.it](http://www.sace.it).

(3) Si vedano gli articoli: in *Commercio internazionale* n. 3/2002, pag. 42 «Strumenti di sostegno all'internazionalizzazione: La nuova appendice per la voltura pro-soluto della polizza Sace» di Giampietro Garioni, Sergio Cifalino, Gabriella Corriero; in *Commercio internazionale* - n. 5/2003, inserto «Sconto pro-soluto con voltura di polizza Sace - Una nuova forma di credito all'esportazione», di Giampietro Garioni e Renzo Piazza; e nel volume *Manuale di Commercio Internazionale*, di AAVV, IPSOA Editore 2005, il Capitolo XII Strumenti di sostegno all'internazionalizzazione dell'Impresa di Giampietro Garioni.

Modifiche, più o meno sostanziali (organizzative e di prodotto), si sono verificate anche all'interno delle altre strutture pubbliche a supporto dell'internazionalizzazione, quali SIMEST Spa ed ICE.

Sono di recente costituzione i fondi SIMEST di *Venture Capital* destinati a favorire gli investimenti in aree quali: Cina, Federazione Russa, Mediterraneo, Africa, Medio Oriente, Balcani, America Centrale e Meridionale. Fondi che si aggiungono alla normale quota di partecipazione di SIMEST all'iniziativa effettuata sulla base della L. 100/90.

### *L'evoluzione della domanda di prodotti e servizi da parte delle aziende esportatrici*

Per descrivere l'oggetto di questo articolo si deve ritornare, per un attimo, al contesto in cui si trova ad operare l'azienda esportatrice.

La crescente concorrenza internazionale spinge l'azienda a esporsi a maggiori rischi: è crescente, infatti, la domanda da parte degli acquirenti esteri, specialmente se residenti in Paesi meno industrializzati e a maggiore rischio politico, di più lunghe dilazioni di pagamento non sostenute da un'offerta di altrettante garanzie di pagamento quali, ad esempio, lettere di credito, avallo su effetti, garanzie bancarie, eccetera.

L'azienda si trova sempre più spesso di fronte a tale bivio: concedere credito all'acquirente, pur in assenza di garanzie sul pagamento, oppure declinare l'offerta.

Ne è derivata una progressiva crescita della domanda, da parte delle aziende esportatrici, rivolta alle Export Credit Agencies (ECA) presenti nei vari Paesi, perché queste assumano rischio cosiddetto privato o *corporate*.

La risposta della nostra SACE in tal senso c'è stata ed è dimostrata dal grafico riportato in Tavola 1 che rappresenta la distribuzione dei rischi (4) all'interno del proprio portafoglio, in due periodi distinti (2001 e 2004):

Come si può vedere, la componente di rischio politico in portafoglio ha lasciato progressivamente spazio al rischio commerciale (o privato).

La modifica della composizione del portafoglio ha spinto a rivedere, necessariamente, le modalità con cui si veniva a determinare la quantificazione economica legata alla tipologia di rischio di portafoglio assunto.

Prima di analizzare come funziona l'attuale sistema di calcolo del premio di assicurazione, diamo uno sguardo al modello utilizzato precedentemente.

#### **Nota:**

(4) Si ricorda che i rischi assicurati da SACE al verificarsi di un EGS (evento generatore di sinistro) sono, come stabilito dalla delibera Cipe 93/99, i seguenti:

- mancato recupero dei costi di produzione;
- mancato pagamento parziale o totale del credito vantato;
- mancata o ritardata restituzione parziale o totale delle cauzioni, depositi o anticipazioni;
- escussione delle fidejussioni previste per concorrere ad aste e appalti, a fronte di pagamenti anticipati o a garanzia di buona esecuzione del contratto;
- distruzione o danneggiamento di beni strumentali all'operazione assicurata;
- requisizione, confisca o altro comportamento arbitrario da parte di uno Stato estero;
- investimento all'estero a cui è esposto l'operatore nazionale nel caso in cui costituisca, partecipi o controlli un'impresa estera. Gli EGS possono essere, a loro volta, di natura:

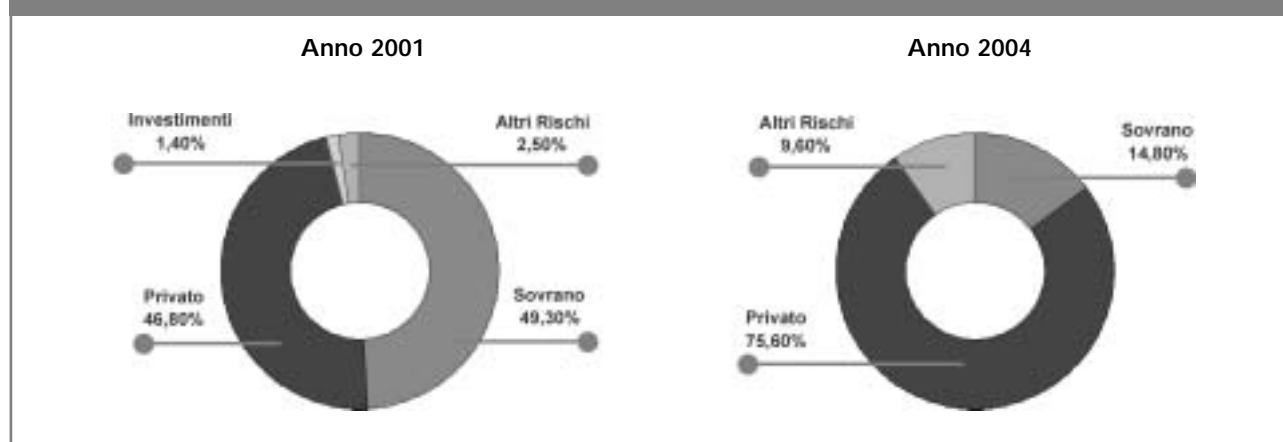
#### **Politica**

- Nazionalizzazione o atti d'imperio
- Moratoria generale
- Mancato trasferimento valutario
- Embargo
- Guerre e catastrofi naturali

#### **Commerciale**

- Insolvenza di diritto o di fatto del debitore o garante privato
- Inadempimento
- Sospensione o revoca arbitraria

Tavola 1 – Distribuzione dei rischi



### Il precedente modello di calcolo del premio

Nel 1999 l'OCSE, attenta ad evitare fenomeni di concorrenza fra ECA basata su aspetti prettamente finanziari (fra cui la determinazione del premio), ha introdotto un modello di calcolo del premio, cui le ECA dovevano attenersi nel calcolo degli stessi.

Questo modello esprimeva il livello minimo di premio (*benchmarks*) per l'assicurazione dei rischi politici, al di sotto del quale le ECA non potevano scendere.

Tale accordo in Italia è entrato in vigore nell'aprile del 1999. Con una propria delibera del 27 ottobre 1999, SACE ha recepito anche la formula di calcolo del premio adottata dall'OCSE.

La formula di calcolo del premio (5) (pari a Y) per la copertura del rischio politico di un debitore sovrano (generalmente inteso come Ministero delle Finanze, Banca Centrale del Paese del debitore o altra controparte equivalente), in un credito acquirente o fornitore, era basata su tre elementi:

- l'importo assicurato K (rappresentato dalla quota capitale, dagli eventuali interessi capitalizzati e dal premio assicurativo, se compreso nel finanziamento);
- la durata del rischio x (periodo in anni del rimborso più la metà dell'eventuale periodo di ammortamento/erogazione);
- i coefficienti di rischio (a e b), diversi a seconda della categoria del Paese del debitore. Tali categorie rappresentano un rischio in ordine crescente dalla meno rischiosa alla più rischiosa (la settima), ed era pari a:

$$Y = K(ax + b)$$

Per la copertura dei rischi commerciali SACE aveva predisposto quattro categorie di rischio (crescente) e cioè:

- 1) Classe A: banche di elevato standing;
- 2) Classe B: debitori pubblici non sovrani, banche standard, imprese di elevato standing;
- 3) Classe C: imprese con rating «non investment grade» o senza rating, ma con patrimonio superiore al 10% del totale attivo di bilancio;
- 4) Classe D: altre imprese senza rating.

Per i rischi commerciali, rispetto ai premi determi-

nati con la formula di cui sopra, venivano applicate delle maggiorazioni (cfr. Tavola 2).

Il modello in oggetto è attualmente utilizzato per determinare il *Minimum Premium Rate* (MPR, in precedenza denominato *Minimum Premium Benchmark*), utile nel determinare il c.d. «tasso congruo» all'interno dell'agevolazione dei crediti all'esportazione erogati da SIMEST (D.Lgs. 143/98, ex L.227/77 (6)).

### Il passaggio da un modello benchmark sovrano ad un modello benchmark corporate

Tale metodologia per la determinazione del premio si è dimostrata tuttavia inadatta a definire una struttura di premi necessari a remunerare un portafoglio che nel frattempo tendeva ad essere composto prevalentemente da rischi di natura commerciale.

Si trattava, infatti, di un modello lineare, che:

- comportava una valutazione di rischi commerciali basandosi su una formula sviluppata per la determinazione di rischi di natura sovrana (country oriented);
- determinava un aumento di premio meno che proporzionale rispetto al tempo;
- attribuiva a debitori con lo stesso rating (e quindi con medesime probabilità di default) prezzi differenti solo perché si trovavano in paesi appartenenti a differenti categorie OCSE;
- in maniera empirica attribuiva dei *surcharge* per il rischio commerciale non proporzionati all'entità del corrispondente rischio assunto.

Tale modello è stato progressivamente abbandonato dalle varie ECA in quanto, come già ampiamente emerso, non più in grado di rappresentare correttamente la realtà.

#### Note:

(5) Cfr. in *Commercio Internazionale* n. 4/2000, la Rubrica «Strumenti di sostegno all'internazionalizzazione» a cura di Giampietro Garioni, Sergio Cifalinò, Gabriella Corriero.

(6) Si veda [www.simest.it](http://www.simest.it). Si tratta in particolare dei tassi congrui cui viene riferita l'agevolazione di Simest nelle operazioni di smobilizzo pro soluto a tasso fisso (*forfaiting*).

Tavola 2- Maggiorazione per rischi commerciali

	Classe A	Classe B	Classe C	Classe D
Coefficiente A1	0	0,06	0,12	0,16
Coefficiente A2	0	0,03	0,06	0,08

### Il nuovo modello adottato

Pur rimanendo immutato il principio per cui la competizione fra le varie ECA deve basarsi sulla diversa gamma di prodotti offerti, sul livello di propensione all'assunzione dei rischi, sull'efficienza e livello di assistenza e non su aspetti prettamente finanziari (fra cui la determinazione del premio), in questi ultimi anni ogni ECA, con l'obiettivo di migliorare la gestione economica dei rischi assunti in portafoglio, sta sviluppando dei modelli autonomi per la quantificazione economica del premio (7).

In Italia SACE, per definire la struttura di premi da applicare alla propria offerta assicurativa, ha adottato uno schema logico che si basa sullo sviluppo di un modello di prezzi di mercato (*mark to market*), i cui risultati vengono in seguito aggiustati per arrivare al metodo di calcolo effettivo (*pricing to risk adjusted*).

Il modello *mark to market* di calcolo del premio teorico consiste in un algoritmo che utilizza dati provenienti dal mercato dei capitali, che riescano a rappresentare gli strumenti valutati in termini di prezzo. Alla luce di quanto finora esposto risultano chiare le motivazioni per cui si è arrivati alla creazione di un modello del genere, che risponde, più correttamente, alla necessità di gestire un portafoglio sempre più concentrato sul rischio commerciale.

La determinazione del modello *mark to market* passa attraverso le seguenti fasi:

1) assegnazione, a ogni controparte, di un rating;

2) associazione, a ogni rating, di uno spread, in funzione della durata dell'operazione;

3) calcolo della Probabilità di Default implicita in ogni spread così determinato;

4) determinazione di una Expected Loss (EL, perdita prevista);

5) calcolo del premio, effettuato scontando la EL a tassi di mercato.

L'applicazione diretta del modello *mark to market* determina dei valori che SACE provvede a rettificare per una serie di motivi di seguito elencati:

– i rischi assunti da SACE non sono, o sono difficilmente, riassicurabili sul mercato dei capitali;

– SACE svolge, come tutte le ECA, una funzione di supporto all'internazionalizzazione d'impresa;

– SACE opera in mercato dove l'offerta è limitata.

In altri termini, il suddetto modello non viene applicato così com'è, perché altrimenti rischierebbe di portare a una struttura di premi troppo onerosa per le imprese, con due preoccupanti effetti negativi:

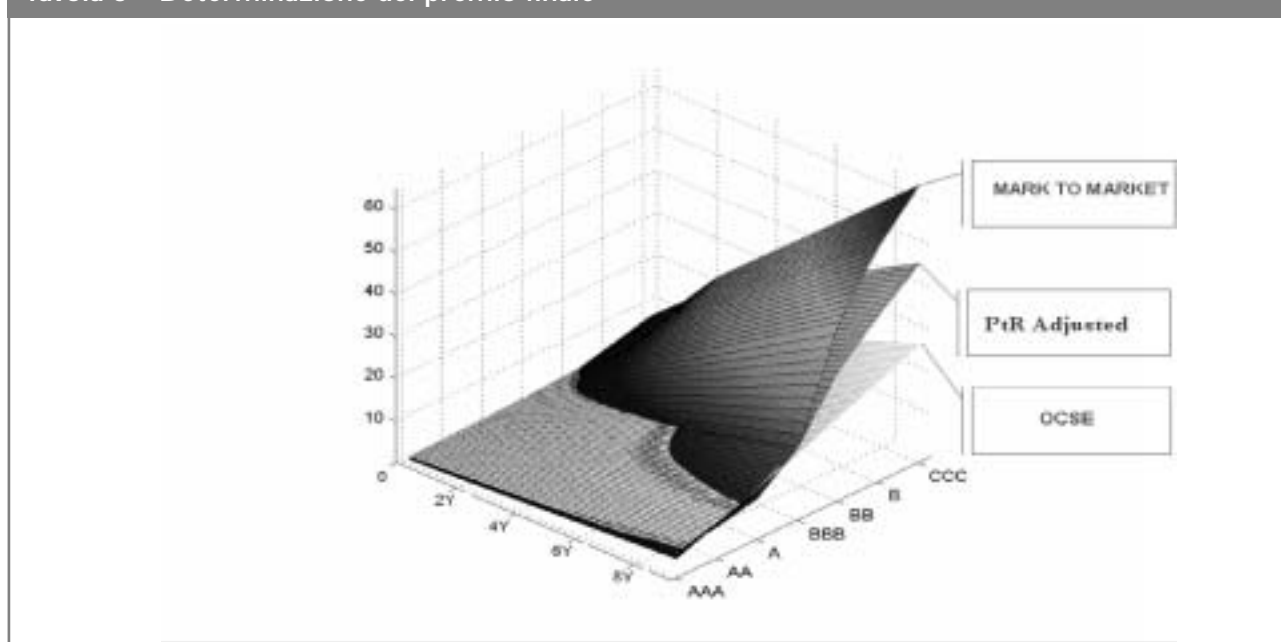
a) perdita di competitività delle nostre imprese sui mercati internazionali;

b) tentazione, da parte delle stesse, a rinunciare alla

### Nota:

(7) Per approfondimenti sul ruolo delle ECA si rimanda al documento contenuto all'interno del sito [www.sace.it](http://www.sace.it) area news e documenti dal titolo *Trade Finance and Export Credit Agencies. Sviluppi recenti e prospettive future. Il nuovo ruolo delle ECA*. Di M. Riva e M. Cascianelli.

Tavola 3 – Determinazione del premio finale



copertura assicurativa, con l'aumento del rischio d'impresa a livello di sistema.

## La determinazione del premio finale

Il premio applicato (Pricing to Risk Adjusted) rettificato si colloca ad un livello intermedio fra il market to market e il livello OCSE (pari agli MPR), come si vede nel grafico riportato in Tavola 3.

### Il modello di pricing

Dall'inizio del 2006 è presente, all'interno del sito della SACE, un applicativo che permette di determinare tramite una simulazione, seppure in via indicativa, l'ammontare del premio e la percentuale di copertura del rischio commerciale, il tutto commisurato alla tipologia di rischio che si vuole assicurare (8).

Questo permette all'azienda di avere a disposizione un ulteriore elemento per calcolare, in via preventiva, l'ammontare dei costi che andrà a sostenere, potendo, in tal modo, eseguire delle valutazioni sull'incidenza degli stessi prezzo di vendita all'esportazione.

Il simulatore è composto di due aree di input. La prima, denominata area «dati assicurativi», contiene:

- 1) rischi coperti: ove va indicato il rischio che si vuole portare in copertura (sovrano o commerciale);
- 2) paese: va inserito il Paese del debitore o dell'eventuale garante (il simulatore provvede ad assegnare ad ogni Paese un rating, così come caricato in procedura). Il rating dipende dalle considerazioni che SACE indica nelle sue Condizioni di assicurabilità che evidenziano in modo molto dettagliato rischi e impegni relativi a ciascun paese del mondo;
- 3) merito della controparte: vanno inseriti, in base alle proprie stime sulla bontà creditizia del debitore, i seguenti valori:

- eccellente,
- buono,
- sufficiente.

Il simulatore provvede ad applicare, in base al merito della controparte, dei correttivi al rating del Paese.

Una seconda area, denominata «dati finanziari», richiede l'inserimento di alcuni dati relativi all'operazione:

- a) rischio politico: la percentuale di copertura, qualora venga richiesta la copertura di tale rischio, è sempre pari al 95%;
- b) rischio commerciale: la percentuale di copertura del rischio commerciale è direttamente proporzionale alla bontà creditizia ed è pari a:
  - 95% in presenza di «merito della controparte» eccellente;
  - 85% in presenza di «merito della controparte» buono

– 75% in presenza di «merito della controparte» sufficiente.

È tuttavia da tener presente che nella pratica le percentuali di copertura che SACE considera variano da un livello minimo del 50% ad un massimo del 95%. Questo aspetto è da considerare con estrema attenzione nel caso si vadano a stipulare contratti la cui entrata in vigore è soggetta all'ottenimento di una polizza assicurativa, ad esempio di Credito Fornitore. Si consiglia di inserire nella predetta clausola sospensiva un livello minimo di copertura, sotto il quale il contratto non entrerà in vigore.

c) periodo di erogazione;

d) periodo di rimborso.

Si tenga presente che il ripagamento del debito è considerato per un periodo massimo (erogazione + rimborso) di 10 anni, e che le rate sono previste con cadenze semestrali.

Inseriti i dati richiesti il simulatore indicherà il livello di premio.

## Considerazioni sul nuovo modello di premio

In sede OCSE le varie ECA stanno, da tempo, discutendo per la determinazione di un modello di premio condiviso. Si è ancora in una fase di transizione, ma intanto occorre dare merito a SACE che, dopo un periodo di assenza di una modalità di calcolo del premio, la presenza del modello illustrato permette all'azienda di simulare l'ammontare del premio per la copertura del rischio commerciale e politico.

Il tutto si dimostra particolarmente utile, come già menzionato, anche a livello competitivo con altri fornitori esteri, in fase di negoziazione con un possibile nuovo acquirente in quanto l'azienda ottiene un'ulteriore componente di costo indispensabile, ad esempio, per la corretta determinazione dell'incidenza di questi sulla fornitura e della loro eventuale ripartizione o concessione di sconti.

Oggi un'azienda esportatrice è in grado di gestire le proprie vendite a credito, anche verso i paesi più difficili, con un maggiore livello di sicurezza.

Il rischio di credito (commerciale e Paese) derivante dall'esportazione (9), può essere coperto (singolarmente per il solo rischio commerciale o in abbi-

### Note:

(8) La seguente descrizione si riferisce all'applicativo pubblicato sul sito SACE alla fine di luglio 2006.

(9) Per approfondimenti sulla corretta gestione dell'attività internazionale dell'azienda si veda il «Manuale di commercio internazionale» AAVV, IPSOA, 2005. In particolare sull'argomento i capitoli: I, II, XI e XII.

namento con il rischio Paese) mediante l'utilizzo di una gamma più ampia di strumenti (di natura sia bancaria sia assicurativa) (10).

Nel caso di utilizzo di polizza «Credito Fornitore» e di successiva voltura della stessa si dovrà porre attenzione:

- alla verifica delle clausole, legate al Paese ed al contratto, previste da SACE per la volturabilità della polizza;

- alla corretta stima dei costi finanziari (sviluppo di un piano finanziario, che preveda l'eventuale attribuzione di tutti o parte degli stessi a carico dell'acquirente, così come della predisposizione di altri prospetti).

Per quanto riguarda la tempistica nelle risposte, nella richiesta di promessa oppure di emissione di coperture assicurative, sono state recentemente introdotte nuove modalità operative relative al processo «assuntivo» per operazioni di importo inferiore ai 5 milioni di euro. Sono state create 3 tipologie di processi ai quali corrispondono differenti requisiti e modalità, nonché tempi di istruttoria e delibera:

a) *case by case*: per operazioni di importo superiore ai 5 milioni di euro e per quelle di importo inferiore, ma con carattere di particolare complessità. La gestione verrà eseguita previo esame caso per caso dell'operazione e del modulo di domanda con eventuale richiesta di ulteriore documentazione di supporto;

b) 25 giorni per operazioni di importo inferiore ai 5 milioni di euro con richiesta di copertura del rischio di credito e/o di produzione, della durata massima di 60 mesi. È richiesta la presentazione del modulo di domanda. L'iter di assunzione e delibera non prevede l'analisi documentale;

c) 15 giorni per:

- importi fino a 250.000 euro con richiesta di copertura del rischio di credito e eventualmente di

produzione, durata massima di 36 mesi. In questo caso è richiesta la presentazione del modulo di domanda completo. L'iter di assunzione/delibera non prevede l'analisi documentale;

- importi fino a 5.000.000 euro e richiesta di copertura del rischio di credito e/o di produzione (max 1.5M€), durata massima di 60 mesi. In questo caso è richiesta la presentazione del modulo di domanda corredato di bilanci ufficiali per almeno due annualità. L'iter di assunzione/delibera non prevede l'analisi documentale.

### Conclusioni e suggerimenti operativi

Uno dei fattori vincenti per l'aggiudicazione di un contratto commerciale si dimostra essere spesso la velocità con cui si riesce ad accompagnare la propria offerta commerciale con una finanziaria.

Emerge, altresì, e questo è di buon auspicio per il futuro della nostra economia, che ognuno dei vari attori che operano a diverso titolo nel mondo dell'export (aziende esportatrici, strutture private e pubbliche) è in profonda trasformazione con l'obiettivo ultimo, ognuno per la propria sfera di competenza (e si spera in maniera sempre più coordinata), di aumentare la competitività del «sistema Italia» nel mondo.

Per concludere si ritiene utile riepilogare, a beneficio dell'azienda esportatrice, alcuni suggerimenti operativi qui emersi (Tavola 4).

#### Nota:

(10) Per un approfondimento sugli strumenti di finanziamento alle esportazioni si veda il capitolo 12.5 del Manuale menzionato alla nota precedente. Per una prima verifica preventiva sulla possibilità di sottoporre a SACE un'operazione, si consiglia di consultare le Condizioni di assicurabilità: queste descrivono l'atteggiamento assicurativo di SACE nei confronti di ciascun paese.

Tavola 4– Alcuni consigli per l'azienda esportatrice

1. a fronte di ogni offerta commerciale di acquisto proveniente da acquirenti esteri, verificare con attenzione, in base alla struttura dell'operazione, i vari rischi insiti nell'operazione (Politico, Cambio, Tasso, Commerciale, ecc.);
2. inserire nel contratto clausole vincolanti che tutelino l'esportatore, come quella descritta di una minima percentuale di copertura assicurativa perché il contratto entri in vigore;
3. si tenga presente che l'offerta di prodotti di copertura dei vari rischi, e di un eventuale finanziamento, è molto più assortita rispetto al passato ed in grado di rispondere alle più svariate esigenze dell'azienda;
4. individuare, a fronte di ogni rischio ed alla propria eventuale propensione ad assumerne parte, il corretto strumento di copertura (totale o parziale) e l'eventuale finanziamento;
5. avvalersi della consulenza offerta e dei vari strumenti messi a disposizione dai vari soggetti (es. simulatori di premio on line), privati e pubblici, a supporto dell'azienda (banche, imprese di assicurazione, consulenti esperti di internazionalizzazione). Questo permette di:
  - quantificare, per una corretta stima della redditività dell'operazione o ripartizione con l'acquirente estero, l'ammontare dei costi sostenuti:
    - a) per la copertura dei rischi presenti nell'operazione;
    - b) per l'eventuale finanziamento;
  - migliorare la tempistica con la quale si riesce ad accompagnare l'offerta commerciale con un'efficace offerta finanziaria.