



Come prendere le misure al rischio paese

Le aziende che si affacciano sull'arena internazionale si espongono a rischi che devono essere conosciuti e opportunamente gestiti, se si vogliono evitare conseguenze indesiderate

di Mario Antonio Vinzia

Per le aziende che conducono attività all'estero, il rischio paese (o *country risk*) è una delle principali sfide da fronteggiare. Si tratta di quell'insieme di rischi che non sono specifici della controparte con cui si fa affari, ma riguardano il diverso contesto

economico, politico e sociale in cui ci si trova a operare ⁽¹⁾. Esso abbraccia una varietà di categorie, che spaziano dal rischio sovrano (capacità dei governi e altre istituzioni pubbliche di tener fede a impegni di carattere commerciale o finanziario), al rischio politico (che si riferisce a eventi di natura non economica, come restri-

zioni al commercio estero, espropriazioni e/o nazionalizzazioni, capacità di formulare, implementare e far rispettare il diritto, burocrazia e/o corruzione, livello di democrazia e grado di rappresentazione delle minoranze, grado di sperequazione e iniquità sociale ecc.), al rischio economico (crescita economica, anda-

⁽¹⁾ «All business transactions involve some degree of risk. When business transactions occur across international borders, they carry additional risks not present in domestic transactions. These additional risks, called country

risks, typically include risks arising from a variety of national differences in economic structures, policies, socio-political institutions, geography, and currencies. Country risk analysis attempts to identify the potential for these

risks to decrease the expected return of a cross-border investment»: D.H. Meldrum, «Country Risk and Foreign Direct Investment», *Business Economics*, 35, 2000, pp. 33-40.

mento della bilancia dei pagamenti, stock di debito, parità valutarie ecc.) e al rischio di trasferimento (possibili restrizioni alla circolazione del capitale o sicurezza del sistema bancario del paese estero in cui si opera), senza dimenticare gli aspetti geopolitici (è il caso del rischio di posizione, relativo al possibile contagio da paesi limitrofi che si trovino in situazioni di instabilità).

I rischi cui si è esposti variano inoltre a seconda della tipologia di operazioni condotte all'estero: mentre gli esportatori di merci e servizi rischiano soprattutto di non essere pagati, chi realizza commesse o addirittura si insedia all'estero è anche soggetto a possibili espropriazioni e nazionalizzazioni, imposizioni tributarie, restrizioni sul rimpatrio dei dividendi ecc.

Di fronte a questi rischi, è anzitutto necessario essere ben preparati, conducendo un'adeguata valutazione. Quali sono dunque le fonti informative a disposizione delle aziende intenzionate a operare all'estero? Anche se le grandi aziende spesso conducono internamente questo genere di analisi, esistono una molteplicità di fonti pubbliche che consentono di condurre una valutazione del country risk. In questa sede ci occuperemo di alcune fra le più rilevanti, anche in termini di applicabilità pratica in ambito risk management: le agenzie di rating, l'OCSE e le Export Credit Agencies (ECAs).

Le agenzie di rating

Le agenzie di rating sono entità private che esprimono una va-

rietà di tipologie di valutazione in relazione a specifici emittenti, strumenti finanziari, tipologie di attività. Le agenzie più note – le cosiddette *big three*, che nel 2015 controllavano circa il 92 per cento del mercato europeo (2) – sono tutte statunitensi:

- Moody's Investors Service (gruppo Dun and Bradstreet);
- Fitch Investors Service (per il 20 per cento di proprietà del gruppo francese FIMALAC, per l'80 per cento dell'americana Hearst Corporation);
- Standard & Poor's (gruppo McGraw-Hill).

Il rating attribuito dalle agenzie agli emittenti sovrani (per esempio l'issuer credit rating di Standard & Poor's o l'issuer default rating di Fitch) esprime la *creditworthiness*, ossia la capacità (*ability to pay*) e la volontà (*willingness to pay*) dell'obbligato di far fronte a un proprio debito finanziario – e di converso quindi la potenziale vulnerabilità a un default. Il rating di un emittente sovrano (*sovereign credit rating*) esprime quindi un giudizio sull'affidabilità delle obbligazioni primarie, a breve o a medio-lungo termine, del debitore sovrano stesso ed è

pubblicato in relazione sia a debiti emessi nella valuta del paese, sia a quelli emessi in valuta estera (di norma dollari USA o euro) (3).

Questi rating sono un attendibile indicatore del generico rischio paese (4), mentre potrebbero non esser-

lo in relazione a specifici strumenti finanziari emessi dai debitori sovrani, in quanto la valutazione del potenziale rischio di insolvenza tiene conto non solo della possibilità che l'emittente incorra in un default, ma anche delle caratteristiche dello strumento finanziario emesso e delle eventuali garanzie offerte (per esempio seniority nel rimborso); tuttavia, a parità di strumenti finanziari emessi, tali rating permettono il confronto fra diversi paesi.

Nella Tabella 1 sono riportate le classi di rating di S&P, Moody's, Fitch e Dagong. Tali classi sono poi aperte in sottoclassi graduate in base a un segno «+» o un segno «-» (S&P e Fitch) o tramite un suffisso numerico (Moody's).



A queste se ne sono aggiunte nel tempo altre, fra cui la cinese Dagong Global Credit Rating Co, fondata nel 1994, con sede a Pechino.

È utile premettere che le agenzie di rating, come da loro stesse dichiarato in modo trasparente, di norma esprimono una valutazione su richiesta e a spese dell'entità alla quale attribuiscono un rating; inoltre si basano su informazioni pubbliche o su informazioni ottenute da fonti – compresa la stessa entità valutata –, ritenute affidabili, ma senza condurre specifiche attività di auditing sulle informazioni raccolte. La loro valutazione quindi è un utile strumento gestionale su cui far affidamento tenendo a mente le circostanze appena descritte.

(2) «Big Three Rating Agencies Continue to Dominate in Europe», *Reuters.com*, <http://www.reuters.com/article/eu-ratingagencies-regulator-idUSL8N1471SN20151218>.

(3) Se un debitore sovrano emette debito in valuta domestica, il rischio di default può essere, entro certi limiti, scongiurato battendo moneta anche se questo si può poi tradurre in

una svalutazione della moneta domestica, con conseguente danno per i creditori che non hanno coperto il rischio di cambio. Viceversa, se una nazione si indebita in valuta estera la possibilità di rimborsare il debito coniando nuova moneta le è ovviamente preclusa e il rischio di default è maggiore. Anche S&P spesso assegna rating più alti al debito espresso in

valuta domestica, rispetto a quello in valuta estera.

(4) Almeno secondo Moody's, non altrettanto secondo S&P. Le succitate agenzie di rating infatti adottano diverse metodologie per l'attribuzione dei rating sovrani e anche la valutazione finale può assumere un significato differente.

È tuttavia bene ricordare che l'attribuzione di un rating a un debitore sovrano (e non solo) non è frutto di una scienza esatta, come ben sintetizza Fitch:

«The rating of sovereigns depends more on the art of political economy than on the science of econometrics. It depends on the careful judgment of experienced analysts about the durability of policy and the values of policy-makers as much as on a hard-nosed assessment of the prospects for a nation's export potential» (5)

e ancora più chiaramente Moody's: «Because it involves a look at the future, credit rating is by nature subjective» (6).

Nonostante il loro intrinseco contenuto di soggettività, che le agenzie cercano di disciplinare all'interno di metodologie di valutazione standardizzate e il più possibile oggettive, l'attribuzione di un rating rappresenta comunque un'importante indicazione per il mercato: le quotazioni di equivalenti strumenti finanziari emessi da entità aventi uno stesso rating, a parità di tutte le altre condizioni, devono tendenzialmente allinearsi.

La classificazione OCSE

Anche l'OCSE propone una classificazione del rischio paese. Tale valutazione ha una sua importante applicazione pratica nella definizione dei premi assicurativi minimi che gli operatori economici dei paesi aderenti al cosiddetto Consensus (7) devono applicare in relazione alle operazioni supportate in base alle regole del Consensus stesso al fine di non porre in essere forme di concorrenza sleale. Con cadenza almeno annuale, salvo revisioni trimestrali a seconda dell'area geografica considerata, l'OCSE valuta il ri-

tabella 1 | classi di rating creditizi a medio-lungo termine delle principali agenzie

S&P	Moody's	Fitch	Dagong	
M/L	M/L	M/L	M/L	Descrizione
AAA	Aaa	AAA	AAA	Migliore affidabilità
AA	Aa	AA	AA	Affidabilità molto alta
A	A	A	A	Affidabilità alta
BBB	Ba	BBB	BBB	Affidabilità media
BB	B	BB	BB	Affidabilità poco sotto la media
B	B	B	B	Affidabilità relativamente debole
CCC	Caa	CCC	CCC	Affidabilità debole
CC	Ca	CC	CC	Affidabilità molto debole
C	C	C	C	Nessuna affidabilità, rischio di default
D/SD		D	D	Default
Breve	Breve	Breve	Breve	Descrizione
A1	P-1	F1/F1+	A-1	Migliore affidabilità
A2	P-2	F2	A-2	Credito affidabile
A3	P-3	F3	A-3	Credito accettabilmente affidabile
B		B	B	Credito di carattere speculativo
C	Not prime	C	C	Alto rischio di default
D		D	D	Situazione di default

schio paese di ciascuna nazione con riferimento al debito sovrano a medio-lungo termine, in quanto:

- il debito sovrano è considerato il miglior rischio del paese, pertanto eventuali valutazioni riferite a istituzioni finanziarie o aziende industriali/commerciali (corporate) non pubbliche dovrebbero – salvo eccezioni – avere un rischio superiore e conseguentemente comportare un maggior costo assicurativo;
- il debito a medio-lungo termine,

a differenza del debito a breve termine, non trova sul mercato un'ampia scelta di strumenti che garantiscano una sana concorrenza a livello di offerta e conseguentemente la formazione di prezzi di mercato per le coperture assicurative.

La classificazione proposta dall'OCSE non intende quindi assegnare un rating sovrano secondo il modello delle principali agenzie di rating, ma è più assimilabile al concetto di limite (*ceiling*) di classe di rischio, da cui discende un premio minimo da sostenere per assicurare il rischio paese. L'OCSE

(5) Cit. in M.H. Bouchet, E. Clark, B. Gros Lambert, *Country Risk Assessment. A Guide To Global Investment Strategy*, Chichester, Wiley, 2003, p. 98.
(6) www.moody.com/Pages/amr002003.aspx.

(7) Il Consensus è un accordo internazionale cui aderiscono numerosi paesi dell'OCSE e che disciplina la materia relativa al sostegno finanziario alle esportazioni.

classifica i vari paesi in otto categorie di rischio: la categoria 0 esprime il rischio più basso, quella 7 il rischio più alto. Da questo processo valutativo sono esclusi sia i paesi ad alto reddito secondo la classificazione della Banca Mondiale, sia i paesi della pur variegata area Euro, che sono automaticamente inseriti nella classe cui è associato il minor rischio (categoria 0). I Minimum Premium Rate (MPR) sono riferiti quindi alle categorie di rischio che vanno da 1 a 7 e si applicano solo per le operazioni a medio-lungo termine, come quelle per cui offrono copertura le ECAs (8). Queste ultime possono comunque assicurare anche operazioni a breve termine, ma in questo caso non vi sono MPR da rispettare, dal momento che è già disponibile un mercato di strumenti assicurativi concorrenziali offerti da altre entità di mercato tali da ragionevolmente garantire la formazione di prezzi di mercato e quindi in grado di non falsare la concorrenza.

Nella sua valutazione periodica, l'OCSE adotta una metodologia di valutazione che per alcuni versi è simile a quella utilizzata dalle banche in coerenza con quanto definito in seno all'Accordo di Basilea. L'attribuzione della categoria di rischio si basa infatti sulla valutazione di tre dimensioni:

1. analisi quantitativa, che riguarda la valutazione dei principali indicatori economico-finanziari del paese, quali il debt service ratio (9), debito estero rapportato al PIL, debito estero rapportato alle esportazioni correnti (10), riserve valutarie rapportate alle esportazioni correnti, tasso di inflazione, tassi di rispar-

mio e di investimento ecc., e delle principali grandezze economico-finanziarie quali lo stock del debito, il disavanzo commerciale, l'entità delle riserve valutarie ecc. A ognuno di questi indicatori viene assegnato un valore e un relativo peso con cui viene prodotto uno score economico e finanziario che esprime la *ability to pay* del debitore sovrano;

2. analisi andamentale, che riguarda l'analisi dell'esperienza di pagamento delle ECAs nei confronti del debitore sovrano, nonché degli eventuali arretrati verso il Fondo Monetario Internazionale e/o la Banca Mondiale. Eventuali mancati pagamenti, riscadenziamenti o rinegoziazioni esprimono una minor volontà del debitore sovrano (che a differenza di un debitore non sovrano può reperire i mezzi finanziari necessari per il rimborso del debito tagliando le spese pubbliche, aumentando le entrate fiscali ecc.) a onorare gli impegni presi. Indicatori rilevanti sono il rapporto fra arretrati e impegni, fra indennizzi e impegni, fra importi pagati e dovuti post accordi di ristrutturazione ecc. (11). A ognuno di questi indicatori viene assegnato un valore e un relativo peso con cui viene prodotto uno score andamentale che esprime la *willingness to pay* del debitore sovrano.

A valle delle due valutazioni vengono prodotti uno score quantitativo e uno andamentale, che insieme permettono di classificare ogni singolo paese in una delle otto categorie di rischio. Tale classificazione può essere oggetto di aggiustamento sulla base della:

3. analisi qualitativa che tiene con-



Mario Antonio Vinzia

è professore presso l'Area Amministrazione, Controllo, Finanza Aziendale e Immobiliare della SDA Bocconi. Autore di numerosi studi, pubblicazioni e ricerche, è Head of Finance & Control presso Eniservizi. mario.vinzia@sdabocconi.it

to della situazione politica del paese (per esempio livello di democrazia, tensioni interne al paese, situazioni di conflitto con aree limitrofe), del suo quadro legale e operativo (per esempio certezza del diritto, indipendenza del sistema giudiziario, burocrazia e corruzione) e del contesto sociale (per esempio disoccupazione, conflitti etnici). Per effetto della valutazione qualitativa la categoria di rischio in cui è classificato il paese può essere migliorata al massimo di un livello, mentre può essere peggiorata anche di più livelli.

Il risultato finale consiste quindi nella classificazione di oltre 200 nazioni all'interno delle otto classi di rischio citate sopra, cui corrispondono i MPR differenziati in base alla durata dell'esposizione.

Le Export Credit Agencies

I MPR definiti dall'OCSE costituiscono, come detto, il limite mini-

(8) Le ECAs sono organizzazioni istituite in molti paesi OCSE per offrire assicurazioni crediti e altri servizi finanziari alle aziende nazionali impegnate in attività di business all'estero.

(9) Per esempio rapporto fra servizio del debito sino a un certo orizzonte temporale e le esportazioni correnti; l'eventuale scelta di non considerare il servizio del debito oltre i 15 anni tenderebbe a premiare le nazioni che hanno allungato il debito oltre tale orizzonte. Il debt

service ratio può avere diverse varianti, fra cui (servizio debito - importazioni correnti minime + riserve ufficiali) / esportazioni correnti. Resta il fatto che più si procede a sofisticare l'indicatore, più diventa difficile disporre dei dati necessari per calcolarlo in modo affidabile.

(10) Una sorta di Net Debt / EBITDA per i paesi con debiti in valuta estera approvvisionata solo grazie alle esportazioni.

(11) A valle di un accordo di ristrutturazione il

debito pregresso viene rimodulato secondo un nuovo piano di ammortamento, mentre il nuovo debito contratto deve essere pagato puntualmente, altrimenti lo stato debitore darebbe prova di una scarsa volontà a onorare i propri impegni (assenza di *willingness to pay*), atteso che la rinegoziazione è posta in essere proprio per metterlo nelle condizioni di pagare (ripristino di *ability to pay*).

mo dei premi delle polizze assicurative emesse a copertura del rischio paese e offerte dalle ECAs in relazione alle operazioni supportate in base alle regole del Consensus. Le ECAs però possono richiedere premi assicurativi anche maggiori sulla base di una loro specifica valutazione del rischio paese e in generale della singola operazione. Tale decisione dipende dall'atteggiamento assicurativo di ogni singola ECA, che è funzione dell'esposizione raggiunta verso un paese, dalla personale esperienza di pagamento verso determinati paesi, dalla propria strategia di penetrazione commerciale anche in relazione all'importanza attribuita ai mercati di sbocco e dalla presenza o meno di altre ECAs, di banche multilaterali o regionali di sviluppo e di altre istituzioni finanziarie con cui suddividere il rischio.

Le ECAs conducono pertanto proprie analisi in autonomia per definire il loro atteggiamento assicurativo, da cui discendono le condizioni di assicurabilità (in particolare premio, percentuale di copertura ed eventuali restrizioni). A questo scopo, hanno sviluppato modelli che non si fondano unicamente su un rating sintetico per paese, bensì individuano differenti score in base a diverse tipologie di rischio che contribuiscono alla determinazione della valutazione sintetica. Le diverse tipologie di rischio sono poi in-

crociate con le differenti tipologie di attività all'estero, dato che il rischio paese non impatta allo stesso modo, per esempio, su un esportatore (orizzonte breve-medio periodo) o su un investitore (orizzonte medio-lungo periodo).

Per esempio, l'italiana SACE ha sviluppato una metodologia che non si limita a produrre un rating sintetico per paese, ma elabora otto rating (su una scala da 0 a 100 per meglio discriminare qualitativamente il rischio, che nella classificazione OCSE ha solo otto livelli) corrispondenti a:

- il rischio di credito per quattro tipologie di controparte (sovrano, sistema bancario, large corporate e PMI);
- il rischio normativo riguardante sia la possibilità di esproprio, sia il rischio di violazioni di obblighi contrattuali (*breach of contract*);
- il rischio di conversione e trasferimento valutario;
- il rischio di violenza politica.

Tali rischi incidono diversamente a seconda della tipologia di operazione osservata – per esempio il rischio di espropriazione è più rilevante per un investitore che per un mero esportatore. Pertanto una maggiore apertura dell'analisi dei rischi e la produzione di una serie di rating su una sca-



In sintesi

Per le aziende che conducono attività all'estero, il rischio paese è una delle principali sfide: si tratta di quell'insieme di rischi che non sono specifici della controparte con cui si fa affari, ma riguardano **il diverso contesto economico, politico e sociale** in cui si opera.

Di fronte a questi rischi, è anzitutto necessario essere ben preparati, conducendo un'adeguata valutazione. Tra **le fonti informative più rilevanti**, anche in termini di applicabilità pratica in ambito risk management, vi sono le agenzie di rating, l'OCSE e le Export Credit Agencies. Grazie alle informazioni così raccolte, il rischio paese può essere conosciuto e misurato **in termini non solo qualitativi, ma soprattutto quantitativi**, diventando parte della politica di risk management aziendale.

la più graduata consentono insieme di meglio definire i premi in ragione del rischio assunto.

Conclusioni

Le aziende che si affacciano sull'arena internazionale possono cogliere opportunità di crescita che i mercati domestici spesso non sono in grado di assicurare, ma così facendo si espongono a rischi che se non conosciuti e opportunamente gestiti possono produrre conseguenze molto spiacevoli.

Esistono sul mercato fonti informative attendibili circa il rischio paese, ma ancor più importante è il fatto che tali fonti hanno un legame diretto – e nel caso delle ECAs molto stretto – con il costo degli strumenti utili a gestire il rischio paese.

Tali evidenze informative sono preziose a prescindere dal fatto che un'azienda ponga effettivamente in essere o meno una copertura assicurativa. Un'azienda infatti potrebbe anche decidere di non comprare protezione dal rischio paese e quindi di autoassicurarsi; tuttavia dovrà tenerne conto nelle sue valutazioni economiche. Per fare un esempio, in sede di valutazione di un investimento all'estero si dovrà correggere il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa netti attesi in base a un premio espressivo dello specifico rischio paese. A tal fine le informazioni offerte dalle fonti succitate risultano decisamente preziose e in certi casi di immediata applicabilità.

In sintesi, il rischio paese deve essere conosciuto e misurato, affinché diventi parte della politica di risk management aziendale e possa essere considerato in termini non solo qualitativi, ma soprattutto quantitativi nell'ambito delle decisioni aziendali. ■

Esplora **e&mplus** su
www.economiaemanagement.it