

## **SERVIZI ASSICURATIVI DEL COMMERCIO ESTERO (SACE Spa)**

**ESERCIZIO 2011**

PAGINA BIANCA

## RELAZIONE SULLA GESTIONE

PAGINA BIANCA

# CARICHE SOCIALI ED ORGANISMI DI CONTROLLO

## CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

### **Presidente**

Giovanni CASTELLANETA

### **Amministratore Delegato (\*)**

Alessandro CASTELLANO

### **Consiglieri**

Ludovico Maria GILBERTI  
Carlo MONTICELLI  
Gianmaria SPARMA

## COLLEGIO SINDACALE

### **Presidente**

Marcello COSCONATI

### *Membri effettivi*

Guido MARCHESE  
Leonardo QUAGLIATA

### *Membri supplenti*

Carlo PONTESILLI  
Alessandra D'ONOFRIO

### **Delegato effettivo della Corte dei Conti**

Antonio FRITTELLA

### **Società di Revisione (\*\*)**

PRICEWATERHOUSECOOPERS S.p.A.

# RELAZIONE SULLA GESTIONE

(ai sensi dell'art. 2428 del C.C. e dell'art. 94 del D.Lgs. 7 settembre 2005, n. 209)

## I . LO SCENARIO ECONOMICO DI RIFERIMENTO

### I . I . ECONOMIE AVANZATE E CRISI DEL DEBITO EUROPEO

La crescita dell'attività economica mondiale si è ridotta nel 2011. Il PIL globale, a Parità di Potere d'Acquisto, ha registrato una crescita del 3,8%. La dinamica nel corso dell'anno è stata a "due velocità". La ripresa è proseguita nel primo semestre, mostrando tuttavia alcuni segnali di indebolimento congiunturale. Il riaccutizzarsi, nei mesi estivi, della crisi iniziata nel 2008 ha aggravato tale indebolimento. La migliore *performance* dei paesi emergenti rispetto agli avanzati, osservata già nel 2010, si è accentuata; è aumentato infatti il differenziale di crescita tra i due gruppi (4,6 punti percentuali; 4 punti nel 2010). Per i paesi industrializzati il 2011 è iniziato con diversi rischi al ribasso. Elevati tassi di disoccupazione e profondi squilibri in ambito fiscale nell'area euro, l'esplosione della crisi dei debiti pubblici e drastiche misure di aggiustamento fiscale adottate nei paesi più colpiti hanno rallentato la crescita. Gli Stati Uniti hanno registrato un andamento del PIL inferiore a quello potenziale, seppure con segnali di ripresa della domanda interna nella seconda parte dell'anno. Il Giappone ha sperimentato una recessione in seguito agli impatti del terremoto e conseguente *tsunami*.

Il deterioramento della fiducia dei mercati, inizialmente confinato ai paesi europei più periferici come Grecia, Portogallo e Irlanda, si è poi esteso anche ad economie più *core*. Si è avuto un vero e proprio contagio nei confronti di paesi con posizioni fiscali considerate relativamente più solide, alimentando preoccupazioni sulla sostenibilità dei debiti sovrani nell'intera area euro. Per questi paesi si sono susseguiti diversi *downgrade* dei *rating*, dopo l'abbassamento del merito creditizio degli Stati Uniti da parte di S&P's. Gli *spread* sui titoli del debito pubblico europeo hanno subito un'impennata che ha colpito anche l'Italia e la Spagna. Il differenziale nei rendimenti tra i Btp italiani e i Bund tedeschi a dieci anni è arrivato a toccare quasi i 570 punti base a novembre. L'aumento nella percezione dei rischi ha generato una preferenza per titoli di migliore qualità come quelli tedeschi. Sono stati varati diversi pacchetti di aggiustamento fiscale in risposta alle tensioni sui mercati; per l'Italia le misure complessive adottate dovrebbero ridurre il disavanzo di 3 punti percentuali di PIL nel 2012 e di circa 4,6 punti l'anno nel biennio 2013-2014. La BCE ha ampliato le operazioni di liquidità e implementato il *Securities Markets Programme*, già attivo da maggio 2010, a supporto dei corsi delle obbligazioni dei paesi maggiormente sotto pressione. Negli Stati Uniti si è concluso a giugno il programma di espansione monetaria non convenzionale, che ha immesso nell'economia 600 miliardi di dollari tramite l'acquisto di titoli di stato USA da parte della *Federal Reserve*.

### I . 2 . MERCATI EMERGENTI E RISCHIO PAESE

I paesi emergenti hanno registrato una crescita economica relativamente sostenuta nel corso dell'anno, riportando un incremento dell'output complessivo del 5,4% in particolare grazie al dinamismo delle economie asiatiche e dell'America Latina. A partire dalla seconda metà dell'anno anche i paesi emergenti con dinamiche di crescita consolidate, come i BRIC, hanno tuttavia risentito degli squilibri economici globali. Pressioni al rialzo sui tassi di

cambio legate agli ingenti afflussi di capitali esteri, riduzioni delle esportazioni verso i mercati maturi e misure monetarie restrittive volte a contenere il rischio di surriscaldamento dell'economia hanno determinato una generalizzata decelerazione del tasso di crescita. Anche a livello finanziario, nell'ultima parte dell'anno. I paesi emergenti hanno registrato un peggioramento, sia nell'andamento delle borse, sia nei corsi dei titoli obbligazionari. I deflussi di capitale, iniziati in estate, sono cresciuti significativamente in concomitanza con le tensioni finanziarie registrate dalle banche dell'area euro. Sono di conseguenza aumentati l'instabilità delle valute, soprattutto rupia indiana e real brasiliano, e i rischi di liquidità per le banche locali.

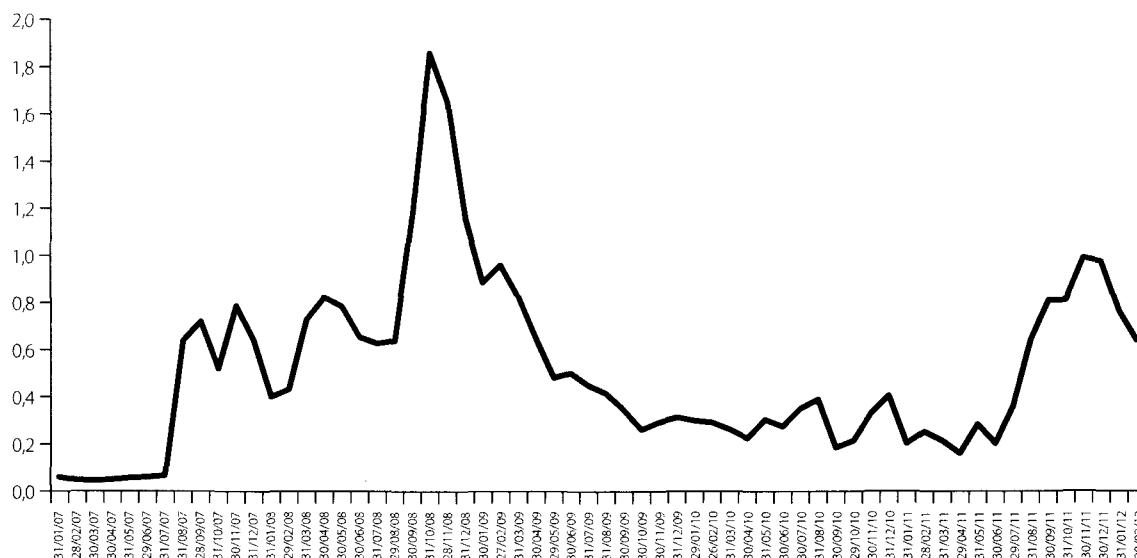
La percezione del rischio paese, cresciuta già nel corso del 2010, si è mantenuta elevata anche nel 2011. Il rischio sovrano è divenuto un elemento essenziale nell'analisi degli investitori anche in relazione ai paesi dell'Europa occidentale, dove la crisi del mercato dei titoli governativi ha coinvolto paesi chiave come Spagna, Italia e Francia. Continuano ad essere al centro dell'attenzione i rischi legati alle rivoluzioni politico-istituzionali nei paesi dell'area sud-mediterranea, in particolare Egitto e Libia. Sono cresciute sull'Iran le pressioni internazionali, legate allo sviluppo del programma nucleare. La crisi siriana ha iniziato a configurarsi come una vera e propria guerra civile dagli esiti incerti.

Le turbolenze dei mercati finanziari comportano la necessità di uno scrutinio più attento dei fondamentali macroeconomici dei paesi. Particolare cautela deve essere posta in relazione a quei paesi che presentino elevati squilibri nelle finanze pubbliche, deficit di partite correnti e riserve valutarie ridotte, in quanto più vulnerabili a un eventuale peggioramento della crisi dell'area euro.

### 1.3. COMMERCIO INTERNAZIONALE, ESPORTAZIONI ITALIANE E CREDITO ALL'EXPORT

Gli scambi mondiali, determinanti con il loro rimbalzo nella ripresa del 2010, hanno risentito, nell'anno, della "dinamica a due velocità". Nel secondo semestre il tasso di crescita dei volumi di beni scambiati si è quasi dimezzato, rispetto alla dinamica registrata nei primi sei mesi. Il 2011 si è chiuso complessivamente con una crescita del 5,6%, sei punti percentuali in meno dell'anno precedente. Le esportazioni italiane hanno risentito solo parzialmente della frenata, registrando una crescita in valore dell'11,4%. La dinamica delle vendite è stata migliore nei paesi emergenti. I risultati migliori riguardano l'America Latina, soprattutto grazie a Brasile e Messico dove l'export è aumentato del 25% circa. Altrettanto positivi, seppure in rallentamento, i risultati nei paesi asiatici; migliore rispetto alle aspettative l'andamento delle nostre esportazioni verso i paesi dell'Europa dell'Est e CSI. Le vendite si sono contratte unicamente nei paesi del Nord Africa, che hanno risentito degli effetti economici delle rivoluzioni.

L'export di beni strumentali – principale *driver* di domanda di coperture assicurative *export credit* – è cresciuto del 10,7%. Ne è derivato un contributo positivo allo sviluppo dell'attività più tradizionale di SACE SpA che, tuttavia, è stato attenuato dalle turbolenze dei mercati interbancari e dalla accresciuta avversione degli intermediari al rischio Italia. È infatti tornato ad aumentare il "premio per la liquidità", come misurato dal differenziale tra il tasso Euribor a tre mesi e l'*Overnight Indexed Swap*. Le banche hanno iniziato a rientrare da alcuni finanziamenti a importatori di beni italiani per mancanza di liquidità; in alcuni casi i costi di tali finanziamenti sono lievitati a livelli troppo elevati. La riduzione delle quotazioni dei titoli del debito pubblico italiano, oltre a rendere le coperture SACE meno appetibili, ha avuto anche un impatto negativo sulla gestione finanziaria della società.

**Ritorno delle tensioni sulla liquidità***(differenziale EURIBOR-OIS, punti %)*

Fonte: Bloomberg.

**1.4. ITALIA: CRESCITA, INDUSTRIA E INSOLVENZE**

Si è interrotta, per l'economia italiana, la lieve ripresa ancora in atto a inizio 2011. La crescita per l'anno è stata dello 0,5%, con gli ultimi due trimestri che hanno portato il paese in recessione tecnica. A fronte di un contributo favorevole della domanda estera netta, i consumi e gli investimenti, sia privati sia pubblici, hanno risentito del peggioramento congiunturale generale e degli effetti delle turbolenze finanziarie scoppiate in estate. La recessione, così come in altri paesi dell'area euro, è partita dall'industria. I volumi produttivi sono rimasti stabili solo grazie alla dinamica positiva della prima parte dell'anno. Hanno sofferto in particolare i settori moda, ad eccezione dell'alto di gamma, chimica, elettrodomestici e computer, elettronica. *Performance* migliori si sono invece avute per meccanica strumentale e metalli, che presentano un'elevata propensione all'esportazione. Il numero di insolvenze si è ridotto per l'industria manifatturiera, rimanendo tuttavia su livelli elevati, dati gli incrementi degli anni passati. Le insolvenze sono però aumentate per il terziario e per le costruzioni; per l'economia nel complesso i fallimenti sono aumentati del 7,4% superando quota 12.000. Il credito bancario, in crescita nella prima parte dell'anno, ha iniziato a ridursi, in seguito alle ripercussioni delle tensioni legate al debito pubblico sulle banche. Nei mesi finali si è avuta una contrazione dei prestiti alle società non finanziarie, generata anche da una restrizione delle condizioni di offerta da parte degli istituti. In questo quadro lo strumento delle garanzie per l'internazionalizzazione, specie delle PMI, conferma il supporto alle imprese italiane.

### 1.5. PROSPETTIVE PER IL 2012

Le attese per l'economia globale sono orientate a un ulteriore rallentamento della crescita. Tale rallentamento sarà maggiore per i paesi avanzati ma caratterizzerà anche le economie emergenti. La crisi del debito europeo, che si è leggermente attenuata a cavallo tra il 2011 e il 2012, rimane il principale rischio al ribasso. In questo contesto l'economia italiana dovrebbe sperimentare un anno di recessione, con un ulteriore aumento della disoccupazione. La recessione dovrebbe tuttavia essere molto più contenuta rispetto al 2009. I benefici derivanti da una minore spesa per interessi sui titoli del debito pubblico – generati da un graduale ritorno di fiducia sul paese – potrebbero essere maggiori del previsto.

## 2. LA STRATEGIA

Il difficile contesto macroeconomico in cui la Società ha operato nell'ultimo biennio si è ulteriormente deteriorato nel corso del secondo semestre dell'esercizio, allorché sia il peggioramento della percezione del "rischio Italia" da parte dei mercati dei capitali, sia la difficoltà di reperimento della liquidità da parte delle istituzioni finanziarie, hanno prodotto una significativa pressione al rialzo del costo di provvista per i clienti di SACE, con conseguente impatto negativo sulla realizzazione di investimenti all'estero e sulle operazioni export credit. Cionondimeno, nel corso dell'anno, SACE ha confermato una serie di iniziative in risposta al perdurare del vincolo creditizio, particolarmente stringente in Italia, confermando il proprio ruolo a fianco delle aziende che vogliono sviluppare il proprio business all'estero. In particolare, la Società, seppur in un contesto di consolidamento dei propri volumi d'affari, ha perseguito gli obiettivi di espansione della base clienti, attraverso diverse linee d'azione. La presenza sul territorio nazionale è stata potenziata direttamente con l'apertura di nuovi uffici (Verona, Pesaro e Firenze, già operativi o in fase di attivazione) e con la sottoscrizione di specifici accordi con broker globali. L'avvio inoltre di progetti specifici per il rafforzamento del canale on-line nonché la finalizzazione di accordi di collaborazione con Associazioni di categoria ed altri soggetti istituzionali perseguono l'obiettivo di raggiungere il maggior numero di imprese clienti. Per lo sviluppo del credito acquirente, prodotto centrale per il finanziamento di grandi progetti di elevato importo, con lunghe dilazioni di rimborso e particolarmente soggetto alle difficoltà persistenti sui mercati finanziari, la Società ha rafforzato la strategia di collaborazione con Cassa Depositi e Prestiti, attraverso il programma Export Banca, mentre lo sviluppo del credito fornitore e delle garanzie finanziarie vedono una rafforzata collaborazione direttamente con il sistema bancario e con la Banca Europea degli Investimenti al fine di realizzare accordi quadro a beneficio soprattutto delle PMI. Con l'aggiornamento di novembre 2011 del Piano Industriale Triennale, SACE ha confermato un sempre maggiore focus sulla centralità del Cliente e sul completamento ed integrazione dell'offerta prodotti del Gruppo.

### 3. INFORMAZIONI SULLA GESTIONE

#### 3.1. AZIONARIATO E CAPITALE SOCIALE

Le azioni di SACE sono attribuite per legge al MEF. Il capitale sociale ammontava, alla fine dell'esercizio, a 4.340.053.892 euro, suddiviso in 1.000.000 di azioni del valore nominale di 4.340,05 euro.

#### 3.2. FORMAZIONE DEL RISULTATO D'ESERCIZIO

Di seguito si riportano i principali dati economici e patrimoniali che hanno contribuito al risultato del periodo (Dati di Sintesi) e la tabella del conto economico.

##### DATI DI SINTESI

(importi in euro milioni)

	2011	2010	var.
Premi lordi	336,1	442,0	-24%
Sinistri	55,1	107,3	-49%
Riserve tecniche (lorde)	2.477,4	2.447,7	1%
Investimenti (inclusi altri elementi dell'attivo)	7.517,4	7.796,5	-4%
Patrimonio netto	5.713,2	5.830,9	-2%
Utile lordo	275,6	543,9	-49%
Utile netto	184,0	366,7	-50%
Volumi deliberati	10.445,2	10.444,2	-

##### CONTO ECONOMICO

(importi in euro milioni)

	2011	2010
Premi lordi	336,1	442,0
Premi ceduti in riassicurazione	(0,7)	(2,4)
Variazione della riserva premi	30,4	68,9
Premi netti di competenza	365,9	508,5
Oneri per sinistri	(55,1)	(107,3)
Variazione dei recuperi	190,4	165,9
Variazione della riserva sinistri	(21,6)	1,0
Oneri relativi ai sinistri al netto dei recuperi	113,6	59,7
Variazione della riserva di perequazione	(40,3)	(52,8)
Utile da investimenti dal conto non tecnico	0	13,4
Ristorni e partecipazioni agli utili	(1,8)	(18,0)
Spese di gestione	(56,4)	(57,5)
Altri proventi e oneri tecnici	6,6	2,7
<b>Risultato del conto tecnico</b>	<b>387,6</b>	<b>456,1</b>
Altri proventi e proventi finanziari	1.062,8	986,1
Altri oneri e oneri patrimoniali e finanziari	(1.177,8)	(885,5)
Utile da investimenti al conto tecnico	0	(13,4)
<b>Risultato della gestione ordinaria</b>	<b>(115,1)</b>	<b>87,3</b>
Proventi straordinari	4,6	2,6
Oneri straordinari	(1,6)	(2,0)
<b>Risultato del conto non tecnico</b>	<b>(112,0)</b>	<b>87,8</b>
<b>Risultato ante imposte</b>	<b>275,6</b>	<b>543,9</b>
Imposte	(91,7)	(177,2)
<b>Utile netto</b>	<b>184,0</b>	<b>366,7</b>

SACE ha realizzato nell'esercizio 2011 un utile netto di euro 184 milioni inferiore del 50% rispetto al risultato del corrispondente periodo del 2010 (euro 366,7 milioni).

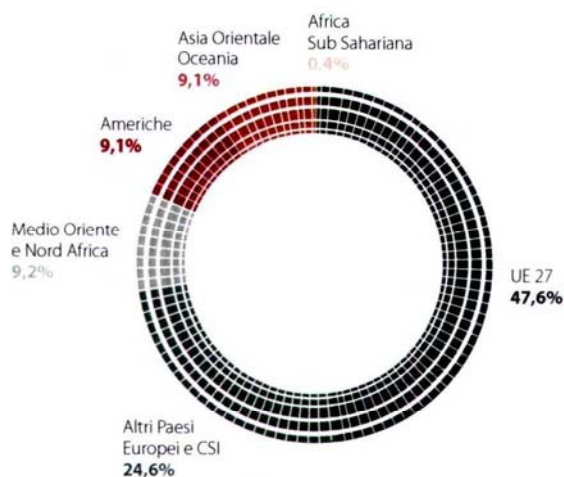
Di seguito si commentano le principali componenti che hanno contribuito a tale risultato:

- i premi lordi, complessivamente pari a euro 336,1 milioni diminuiscono (-24%) rispetto all'esercizio precedente;
- la variazione della Riserva Premi risulta positiva e pari ad euro 30,4 milioni;
- gli oneri per sinistri liquidati diminuiscono rispetto al corrispondente periodo dell'esercizio 2010 e sono pari a euro 55,1 milioni (-49%);
- le plusvalenze sulla gestione dei crediti da surroga (variazione dei recuperi) pari ad euro 190,4 milioni, aumentano rispetto all'esercizio precedente (euro 165,9 milioni);
- le spese di gestione (euro 56,4 milioni) sono in linea con il valore dell'esercizio precedente;
- il risultato del conto non tecnico (al netto della gestione straordinaria), negativo per euro 115,1 milioni, è dovuto alle minusvalenze registrate sulla componente obbligazionaria del portafoglio titoli in seguito al peggioramento della crisi debitoria dei paesi europei.

### 3.3. VOLUMI

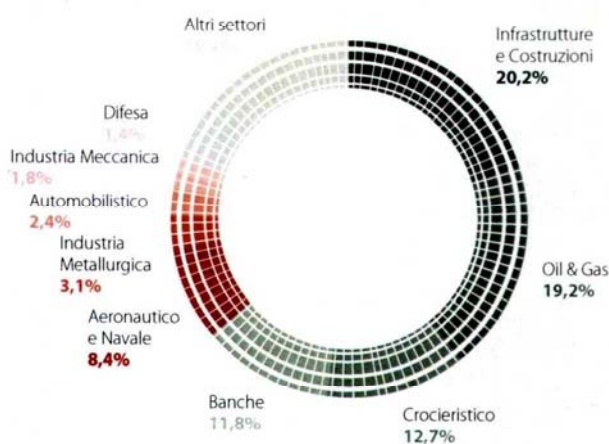
Gli impegni assicurativi deliberati nell'anno 2011 (misurati in termini di quota capitale ed interessi), risultano pari a euro 10.445,2 milioni. I nuovi impegni si sono diretti principalmente verso l'Unione Europea (47,6%), gli altri paesi europei e della Comunità degli Stati Indipendenti (24,6%) e Medio Oriente e Nord Africa (9,2%).

#### Impegni deliberati nell'esercizio 2011 per area geoeconomica



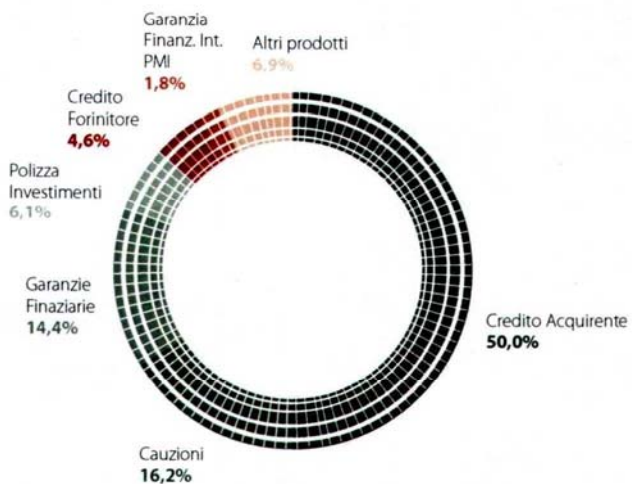
I settori industriali maggiormente interessati dall'attività di SACE sono stati il settore Infrastrutture e Costruzioni (20,2%), il settore Oil&Gas (19,2%) e il settore Crocieristico (12,7%).

#### Impegni deliberati nell'esercizio 2011 per settore



Gli impegni deliberati sono relativi principalmente alle polizze Credito Acquirente (50,0%), alle Cauzioni (16,2%) ed alle Garanzie Finanziarie (14,4%).

#### Impegni deliberati nell'esercizio 2011 per prodotto



### 3.4. EVOLUZIONE DEL PORTAFOGLIO ASSICURATIVO: LE GARANZIE FINANZIARIE PER L'INTERNAZIONALIZZAZIONE

Nel corso del 2011 SACE ha rilasciato 290 nuove garanzie, per un ammontare finanziato pari a euro 289 milioni ed un impegno assunto di euro 180,9 milioni. Nel dettaglio, circa il 76% delle garanzie sono state rilasciate a favore di PMI, mentre la restante parte ad imprese con fatturato compreso tra 50 e 250 milioni di euro. Il fatturato medio unitario delle imprese affidate è pari a euro 31 milioni, di cui circa il 51% deriva dall'attività di export. Dei 290 mutui garantiti da SACE nel 2011, al 31 dicembre 2011 ne sono stati erogati 253 per un importo totale di euro 258 milioni.

#### Garanzie per l'Internazionalizzazione: esercizio 2011

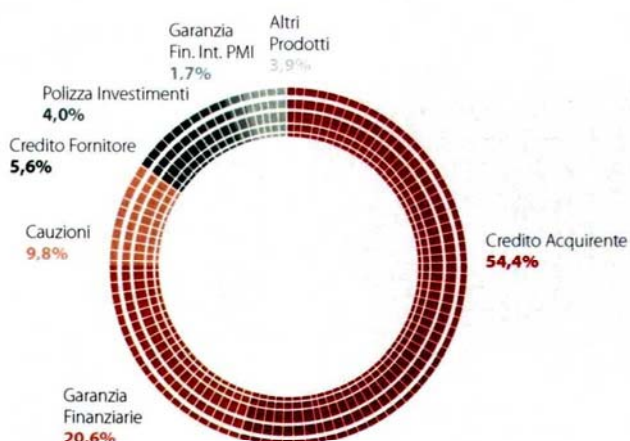
	Portafoglio totale	Portafoglio PMI
Numero di garanzie rilasciate	290	221
Fatturato medio	€ 31 mln	€ 16 mln
% media di fatturato export	51%	53%
Importo mutui garantiti	€ 289 mln	€ 154 mln
Importo mutui erogati	€ 258 mln	€ 139 mln
Impegno assunto (K + I)	€ 181 mln	€ 93 mln

Il portafoglio accumulato nell'anno presenta una concentrazione nelle regioni del Centro-Nord, con il 30% delle garanzie rilasciate a favore di imprese dell'Emilia Romagna, il 27% a favore di imprese del Veneto, il 12% a favore di imprese della Lombardia e l'8% a favore di imprese del Piemonte. La distribuzione settoriale dei mutui garantiti registra una prevalenza nel settore della meccanica (22%), del commercio (18%) e della metallurgia (13%). La destinazione prevalente è relativa all'acquisto, riqualificazione o rinnovo di impianti e macchinari (25%), investimenti all'estero (19%), e costi per attività di ricerca e sviluppo (7%). Nel corso dell'anno sono stati liquidati indennizzi per euro 11 milioni, in diminuzione rispetto all'anno precedente (euro 20 milioni). Nel corso del 2011, 35 imprese hanno beneficiato della sospensione dei pagamenti delle rate capitale ai sensi dell'Avviso Comune ABI del 3 agosto 2009, per un importo complessivo di euro 7,4 milioni. Il prodotto, pur continuando a risentire degli effetti della crisi globale, anche se in misura minore rispetto al precedente esercizio, ha sostenuto i progetti di investimento delle PMI con vocazione internazionale in un contesto di scarsità di risorse finanziarie. Al 31 dicembre 2011 l'esposizione SACE in essere relativa al portafoglio mutui accumulato tra il 2005 e il 2011 ammonta a euro 519 milioni (+4,6% rispetto al 2010).

### 3.5. PREMI

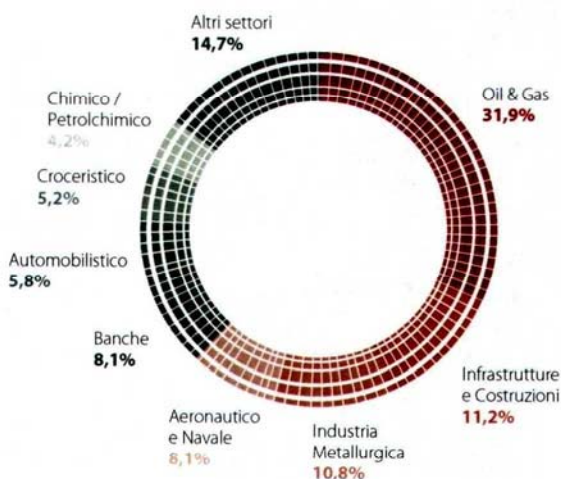
Nel 2011 i premi lordi sono stati pari a euro 336,1 milioni, generati per euro 327,7 milioni da lavoro diretto e per euro 8,4 milioni da lavoro indiretto (riassicurazione attiva). Rispetto al 2010 si è registrata una riduzione del 24%. I prodotti che hanno maggiormente contribuito alla generazione di premi sono la polizza Credito Acquirente (54,4%), le Garanzie Finanziarie (20,6%) e le Cauzioni (9,8%).

#### Premi lordi per prodotto



I settori industriali che hanno maggiormente concorso alla generazione di premi risultano essere il settore Oil&Gas (31,9%), il settore Infrastrutture e Costruzioni (11,2%) ed il settore dell'Industria Metallurgica (10,8%).

#### Premi lordi per settore industriale



### 3.6. SINISTRI

Nel 2011 sono stati erogati indennizzi per un importo totale di euro 54,9 milioni, inferiore al corrispondente valore registrato nel 2010, pari ad euro 107,3 milioni. L'andamento dei *default* ha riguardato tutta l'operatività di SACE. Per quanto riguarda i sinistri di natura commerciale, i settori più colpiti sono stati il siderurgico, il meccanico e l'elettrico.

### 3.7. RECUPERI

Nel 2011 si sono registrati recuperi di spettanza SACE derivanti dai crediti sovrani pari a circa euro 84,2 milioni a cui hanno contribuito per il 60% Iraq ed Egitto. Inoltre, nell'esercizio in esame, sono stati firmati due nuovi Accordi di ristrutturazione del credito con EAU Ajman e Cuba, per quest'ultimo limitatamente ai crediti SACE a breve termine. Per quanto riguarda i recuperi commerciali, il totale di spettanza SACE nel 2011 ammonta a circa euro 8,4 milioni riferiti principalmente alla transazione con Socotherm e ad incassi relativi all'accordo di ristrutturazione del debito con Nadra Bank.

### 3.8. PORTAFOGLIO RISCHI

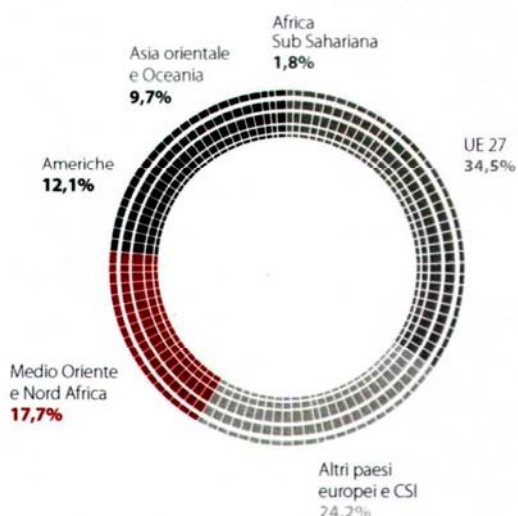
L'esposizione totale, calcolata come somma dei crediti e delle garanzie perfezionate (capitale ed interessi), risulta pari a euro 34,6 miliardi, confermando il trend di crescita degli ultimi anni con un aumento pari al 5,7%. Il portafoglio garanzie, relativamente alla quota capitale, è aumentato del 6%. Il portafoglio crediti, che rappresenta il 2,1% dell'esposizione totale, evidenzia una crescita sia del dato sovrano (+24,2%) sia di quello commerciale (+80,7%). L'aumento del dato sovrano dipende principalmente dalla ripresa di valore sui crediti Iraq; l'aumento dei crediti commerciali invece (il cui valore assoluto rimane comunque contenuto, rappresentando il 3,6% del portafoglio crediti complessivo) deriva dall'aumento di sinistralità nel corso dell'anno.

#### Esposizione totale di SACE

Quota capitale ed interessi (importi in euro milioni)

	2011	2010	var.
<b>Portafoglio</b>			
Garanzie perfezionate	33.928,1	32.202,6	5,4%
<i>quota capitale</i>	28.884,9	27.249,5	6,0%
<i>quota interessi</i>	5.043,2	4.953,2	1,8%
Crediti <i>performing</i>	717,7	571,3	25,6%
<b>Esposizione totale</b>	<b>34.645,8</b>	<b>32.774,0</b>	<b>5,7%</b>

L'analisi per area geo-economica registra la maggiore esposizione verso i paesi dell'Unione Europea (34,5%, rispetto al 32,5% del 2010), ed in particolare verso l'Italia, che rimane al primo posto in termini di concentrazione. Cresce anche l'esposizione nelle Americhe (+12%) e Asia Orientale ed Oceania (+8,4%): l'aumento degli impegni è dovuto, nel primo caso, principalmente all'incremento di attività nei paesi dell'area latino-americana. Diminuisce l'esposizione sia nei paesi dell'Africa Sub-Sahariana (-4,25%) sia del Medio Oriente e Nord Africa (-2,20%). Rimangono pressoché stabili le esposizioni verso gli altri paesi europei e CIS.

**Esposizione totale per area geoeconomica (%)**

Il portafoglio garanzie perfezionate (solo quota capitale) registra un aumento dei livelli di concentrazione rispetto al 2010: il peso del primo paese passa dal 23,1% al 26,2%; i primi 10 paesi aumentano dal 67,3% al 68,8%.

Sullo stesso come indicato in tabella, si registra un aumento dell'esposizione sul rischio privato del 10,9%, mentre diminuisce l'esposizione sul rischio politico del 22,2%, per effetto della scadenza di coperture su investimenti diretti all'estero di importo rilevante. Si registra inoltre una contrazione delle garanzie relative al rischio sovrano e ai rischi accessori (rispettivamente -3,9% e -28,8%).

**Portafoglio Garanzie – Esposizione per tipologia di rischio**

(importi in euro milioni)

	2011	2010	var.
<b>Tipo di rischio</b>			
Rischio Sovrano	2.257,6	2.348,3	-3,9%
Rischio Politico	1.817,8	2.335,1	-22,2%
Rischio Privato	24.416,2	22.013,5	10,9%
Rischi Accessori	393,3	552,5	-28,8%
<b>Totale</b>	<b>28.884,9</b>	<b>27.249,5</b>	<b>6,0%</b>

Relativamente al portafoglio di rischio privato, si evidenzia un generalizzato aumento dell'esposizione sul rischio corporate-ramo credito (+27,9%) e ramo cauzioni (+13,9%); diminuisce invece l'esposizione nel settore bancario (10,1%).

	2011	2010	var.
<b>Rischio Privato</b>			
Corporate - ramo credito	8.767,5	6.856,9	27,9
Banking	1.726,2	1.919,2	-10,1
Aeronautico (Asset Based)	531,1	430,9	23,3
Corporate con collaterali	2.259,0	2.390,2	-5,5
Project Finance	4.937,7	4.553,5	8,4
Finanza Strutturata	1.243,9	1.515,4	-17,9
Corporate - ramo cauzioni	4.950,7	4.347,5	13,9
<b>Totale</b>	<b>24.416,2</b>	<b>22.013,5</b>	<b>10,9</b>

Si continua a registrare una forte concentrazione per settore industriale, con i primi cinque settori che rappresentano il 70% del portafoglio privato. Il settore prevalente rimane quello dell'Oil&Gas, con un'esposizione pari al 24,6%.

### 3.9. RISERVE TECNICHE

Le Riserve Tecniche coprono la *Best Estimate*\* determinata, per la Riserva Premi, tramite metodologie *CreditMetrics*, calcolando la perdita attesa sul portafoglio garanzie fino al *run off* dello stesso, mentre per la Riserva Sinistri, in base all'analisi oggettiva di ciascun sinistro.

Alla *Best Estimate* viene aggiunto un *risk margin* per tenere conto delle componenti non *market consistent* presenti nel modello di calcolo.

Il valore complessivo delle Riserve Tecniche è pari alla somma di:

- Riserva per frazioni di premio, pari a euro 1.338,1 milioni, calcolata per la quota di rischio non maturata sulla base dei premi lordi contabilizzati con il metodo del *pro rata temporis*;
- Riserva rischi in corso, pari a euro 350 milioni;
- Riserva Sinistri, pari a euro 273,8 milioni;
- Riserva di Perequazione del Ramo Credito, pari a euro 515,5 milioni.

### 3.10. INVESTIMENTI

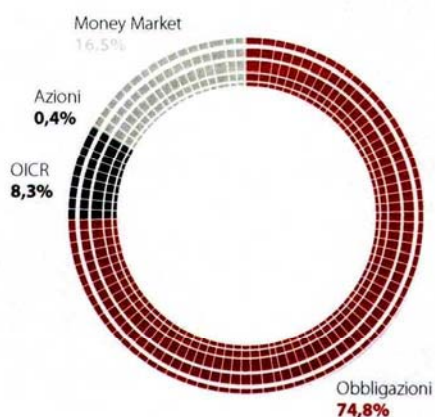
L'attività di gestione finanziaria di SACE si svolge lungo le linee guida dettate dal Consiglio di Amministrazione ed ha come obiettivi:

- l'ottimizzazione della struttura del capitale;
- la gestione delle liquidità al fine di realizzare un equilibrio patrimoniale;
- il bilanciamento dei rischi assunti dalle attività di core business, insiti nel portafoglio garanzie, attraverso operazioni di hedging finanziario.

Tale strategia è attuata con una gestione integrata di *asset-liability management*, attuata con l'impiego di strumenti con limitato profilo di rischio ed elevata liquidità.

Il totale degli *asset* a fine 2011, pari a Euro 7.239,5 mln, è composto nel seguente modo: il 74,8% risulta investito in obbligazioni, l'8,3% in OICR, lo 0,4% in azioni ed il 16,5% in strumenti monetari.

\* Valore atteso (media ponderata con le relative probabilità) dei futuri cash flows, considerandone il valore attuale utilizzando la pertinente struttura per scadenza dei tassi di interesse

**Composizione del portafoglio investimenti per asset class**

Il portafoglio immobilizzato, pari a Euro 1.729,0 mln, rappresenta il 23,9% del totale degli *asset* ed è costituito esclusivamente da titoli obbligazionari, di cui l'88,6% governativi. La *duration* è pari a 3,99 anni, mentre il rating medio di portafoglio, pari ad A, ha evidenziato una riduzione di un *notch* rispetto a fine 2010 principalmente per effetto del downgrade di alcuni emittenti sovrani.

Il portafoglio investimento, pari ad Euro 5.510,5 mln, è composto per il 66,9% da obbligazioni, per l'11% da OICR a contenuto obbligazionario ed azionario, per l'0,5% da azioni e per il 21,6% da strumenti di money market.

La componente obbligazionaria del portafoglio investimenti ha una *duration* coerentemente con le linee guida sulla liquidità degli investimenti nonché con le attese sull'andamento dei tassi, pari a 0,60 anni. Il rating medio di portafoglio, per la sola componente obbligazionaria, è pari ad A- in diminuzione di un *notch* rispetto a fine 2010.

### 3.11. RIASSICURAZIONE, RELAZIONI CON LE ALTRE EXPORT CREDIT AGENCY (ECA) E RAPPORTI INTERNAZIONALI

La politica riassicurativa adottata da SACE, finalizzata al mantenimento ed al miglioramento dell'equilibrio tecnico, ha come controparti operatori del mercato di elevato rating e di livello internazionale. Per quanto riguarda le relazioni con altre ECA si segnala che ad oggi SACE ha siglato 23 accordi di riassicurazione con altre agenzie di credito all'esportazione. Nel 2011 SACE ha concluso un nuovo accordo di riassicurazione con la ECA Israeliana Ashra e un accordo di cooperazione con l'ECA greca ECIO.

### 3.12. RICERCA E SVILUPPO

SACE ha sostenuto come spese di ricerca e sviluppo i costi di sviluppo relativi al lancio dei nuovi prodotti, interamente spesati nell'anno.

### 3.13. GESTIONE DEI RISCHI

La gestione dei rischi è basata sulla continua evoluzione dei processi, delle risorse umane e delle tecnologie impiegate e risulta integrata nei flussi decisionali (*risk-adjusted performance*). Le fasi di identificazione, misurazione e controllo dei rischi sono elementi fondanti di una valutazione congiunta dell'attivo e del passivo aziendale secondo le migliori tecniche di *asset liability management*.