

20 ottobre 2007 0:00

Polizze tranquille... solo per chi non sa cosa c'e' dentro

di [Giuseppe D'Orta](#)

Termini come "cartolarizzazione" e strumenti derivati complessi come CLN (Credit Link Notes), CDO (Collateralized Debt Obligation), CDS (Credit Default Swap) sono diventati negli ultimi tempi noti al grande pubblico per via della questione *sub-prime*. Ad esempio, la scorsa estate molti sottoscrittori di fondi comuni hanno scoperto a proprie spese cosa puo' voler dire aver investito in simili strumenti. Fondi comuni spesso presentati come "tranquilli ma dinamici" che di colpo hanno mostrato la loro vera natura di rischio.

Ma ci sono molti investitori che hanno comprato prodotti altrettanto "tranquilli" e che a tutt'oggi non sanno cosa hanno rischiato, cosa stanno rischiando, e quante perdite hanno dovuto subire. Tutto cio' senza nemmeno esserne informati.

Questi "prodotti tranquilli", venduti come tali, sono alcune polizze index linked. Strumenti che gia' di norma vanno evitati perche' molto poco efficienti e pieni di costi occulti. In questa occasione affrontiamo un particolare aspetto di alcune di essi.

Nelle polizze index linked, contrariamente a cio' che quasi tutti credono, il soggetto che deve pagare a scadenza quanto le condizioni contrattuali prevedono non e' la compagnia assicurativa ma l'emittente dell'obbligazione contenuta nella polizza stessa.

Se l'emissione obbligazionaria finisce in default, quindi, i possessori della polizza ne subiscono le conseguenze. Per questo motivo la normativa Isvap prevede che l'obbligazione sottostante debba essere dotata di un rating elevato, non inferiore ad A-. Il rating, pero', puo' cambiare nel tempo.

Il prezzo di emissione di una polizza index linked e' di regola composto dalla somma di tre quotazioni, vale a dire:

- Un'obbligazione senza cedola, "zero coupon bond" che ha il compito di restituire il capitale a scadenza.
- Un'opzione legata al sottostante (spesso panieri di indici o di strumenti) che ha il compito di consentire alla polizza di puntare ad un guadagno.
- Le provvigioni incassate dalla compagnia assicurativa.

Il costante calo dei rendimenti obbligazionari cui abbiamo assistito negli anni passati ha comportato un inconveniente non da poco per le assicurazioni: i prezzi degli zero coupon bond diventavano sempre piu' alti e quindi i margini di guadagno per chi allestiva le polizze si comprimevano.

Per abbassare il prezzo di acquisto delle obbligazioni, e quindi poter continuare a guadagnare molto bene, a partire dal 2001 alcune compagnie assicurative hanno iniziato ad utilizzare, al posto del classico zero coupon bond emesso da una banca o da istituzione finanziaria dal rating elevato, delle obbligazioni aventi sottostanti particolari, vale a dire dei titoli "credit link notes" oppure obbligazioni emesse da societa'-veicolo nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione.

Questi titoli offrono un rendimento maggiore rispetto ai normali zero coupon bond e quindi il loro prezzo e' piu' basso.

Ad un maggior rendimento atteso, pero', corrisponde necessariamente un maggior rischio. E qui veniamo ad analizzare cosa c'e' realmente dentro queste obbligazioni.

Un CDO, Collateralized Debt Obligation, e' un'obbligazione che si basa su un paniere di debiti. Ad esempio, i CDO utilizzati da Poste Vita (compagnia assicurativa di Poste Italiane) hanno nei panieri dei CDS, Credit Default Swap, che sono dei derivati sul rischio di credito.

Questi panieri hanno nel corso degli anni dovuto subire dei downgrade (abbassamenti del rating) dovuti al fallimento di alcune grandi societa' come Worldcom e Parmalat ma anche alle periodiche tempeste, l'ultima risalente alla scorsa estate, che hanno scosso i mercati dei derivati smuovendone parecchio le quotazioni.

Col passare del tempo, **il rating iniziale attribuito a questi strumenti, pari ad AAA, quindi il massimo, si e' molto allontanato da quel livello ed avvicinato a quello minimo consentito, costringendo a delle**

ristrutturazioni.

Le ristrutturazioni e le variazioni di rating si sono succedute dal 2000 e durano ancora oggi.

Quali compagnie assicurative hanno utilizzato questi strumenti?

- Esiste un'emissione di **Montepaschi Vita**, che non siamo riusciti ad individuare.

- **BNL Vita** ne ha emesse almeno due: Insurance High Yield e Insurance High Yield II, emesse rispettivamente nel dicembre 2002 e nel marzo 2003 ed entrambe con scadenza a cinque anni ed entrambe (pagina 5, articolo 4) con avvertenze sulla natura del sottostante e sul rischio in cui incorrono i clienti. Non abbiamo notizie su eventuali ristrutturazioni ne' sulla situazione attuale dei sottostanti di queste due polizze.

Le note informative si trovano ai seguenti indirizzi

clicca qui (http://www.bnlvita.it/media/prodo/pdf/fascicoli_index/Insurance_High_Yield_index - EXUF.pdf)

clicca qui (http://www.bnlvita.it/media/prodo/pdf/fascicoli_index/Insurance_High_Yield_II_index - EXUG.pdf)

- La societa' che ha fatto man bassa di raccolta con questi strumenti e' stata **Poste Vita** attraverso le serie di emissioni denominate "**Programma Dinamico 2001**" e soprattutto "**Programma Dinamico 2002**".

Basta considerare che **l'importo dei CDO sottostanti le obbligazioni contenute nelle sue polizze ammonta alla stratosferica cifra di 2,068 miliardi di euro** per capire l'entita' della questione.

Ecco le polizze interessate:

- **Classe 3A**, collocata dal 02/11/2001 al 30/11/2001
- **Classe 3A Valore Reale**, collocata dal 07/01/2002 al 09/02/2002
- **Ideale**, collocata dal 18/03/2002 al 20/04/2002
- **Raddoppio**, collocata dal 03/06/2002 al 10/07/2002
- **Raddoppio Premium**, collocata dal 12/08/2002 al 21/09/2002
- **Index Cup**, collocata dal 21/10/2002 al 16/11/2002

La nota informativa di ogni polizza si trova selezionandone il nome a questo indirizzo clicca qui

(<http://www.postevita.it/prodotti/>)

Le note informative spiegano che il bond e' legato a cartolarizzazioni e ne evidenziano il relativo rischio, ma non entrano nei dettagli. Per quelli occorre leggere i contratti.

Come detto, ristrutturazioni e variazioni di rating durano ancora oggi. L'ultima attribuzione di rating da parte di Fitch ad uno dei veicoli usati da Poste Vita, compagnia assicurativa delle Poste, è avvenuto pochi giorni fa, lo scorso 9 ottobre.

Niente di tutto cio' e' mai stato comunicato ai clienti, nonostante i rischi ed i costi siano da loro sopportati. Dal punto di vista formale le Poste sono in regola, poiche' non sussiste l'obbligo di farlo. Lo e' molto poco, invece, nella sostanza: **quanti clienti sanno di avere in portafoglio un titolo tanto rischioso? Quanti clienti sanno che il rating e' stato abbassato? Quanti sanno che e' stato ristrutturato piu' volte, e potrebbe esserlo ancora, con costi tutti a loro carico?**

In questo articolo ci siamo concentrati sulle perdite e sui rischi che hanno corso e che stanno ancora correndo i possessori di queste polizze. La storia presenta altri aspetti, non meno importanti e controversi.

Istituzioni che hanno scaricato sui sottoscrittori delle polizze il proprio rischio di credito: nei panieri di CDS ci sono derivati sul default di aziende come Worldcom e Parmalat, tramite i quali sui clienti delle polizze sono stati scaricati il rischio ed il costo di questi fallimenti. Ad esempio, vi e' inserito un credito che JP Morgan Chase vantava nei confronti di Worldcom per ottanta milioni di dollari, posizione che si e' invece tramutata in un guadagno di sedici milioni di dollari per via dei trentuno milioni incassati per la ristrutturazione. Senza contare che l'impacchettamento dei derivati e la vendita delle polizze ha portato guadagni complessivi per JPMorgan Chase e Poste Vita per ben

duecento milioni di dollari. Per le sei polizze, Poste Vita ha di volta in volta lavorato con Lehman Brothers, JPMorgan Chase e Credit Suisse First Boston.

La pubblicizzazione del rating: prima dell'emissione, le Poste chiesero all'agenzia Fitch rating di natura "privata", di quelli che si usano tra investitori istituzionali. Un lavoro che l'agenzia di rating ha svolto credendo che sarebbe stato letto solo da persone espertissime. Le Poste, invece, hanno divulgato il rating al pubblico per invogliare a sottoscrivere le polizze. Fitch, una volta accortasi di ciò, ha iniziato a pubblicizzare le successive variazioni del rating.

Lo scivolone sull'etica: la polizza "Ideale", presentata come investimento etico, aveva tra componenti del CDO sottostante un derivato su un prestito ad un generatore nucleare.

Notando la comparsa sul mercato di queste polizze non tranquille, a differenza di venivano presentate, l'Isvap intervenne il 10 giugno del 2003 con la Circolare 507/D con cui vieta il collegamento delle prestazioni dei contratti index-linked "a indici o altri valori di riferimento che siano costruiti o collegati, in modo diretto o indiretto, a titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione, effettuate anche in maniera sintetica, ovvero a derivati del credito". Leggere le motivazioni dell'Istituto di vigilanza è molto istruttivo:

*"(Index linked) che offrono prestazioni direttamente collegate al valore di credit linked notes o di titoli emessi da società veicolo nell'ambito di **operazioni di cartolarizzazione di elevata complessità, spesso associate all'utilizzo di derivati del credito, che rendono difficile la valutazione del reale rischio di investimento da parte degli assicurati. Caratteristica comune di tali prodotti è il trasferimento agli assicurati, secondo articolazioni contrattuali variamente definite, dei rischi di credito degli attivi oggetto di cartolarizzazione ovvero di portafogli o "entità di riferimento".***

Tutta la vicenda viene ampiamente trattata da Plus, supplemento de IlSole24Ore del sabato, oggi in edicola. Una citazione merita senza dubbio la rivista specializzata Risk (clicca qui (<http://www.risk.net>)), che sin dal 2004 se ne era occupata in maniera molto approfondita.

Cosa fare se ci si accorge di essere in possesso di una di queste polizze? Non occorre farsi prendere dal panico, ma senza dubbio bisogna chiedere adeguate informazioni alla compagnia assicurativa. In particolare sul grado di rischio attuale e futuro. Non bisogna farsi fuorviare dal valore attuale delle polizze, perché la questione sta nel rischio che si corre.