

# Dentro il mondo privato dei CDO retail

Quando un rating privato non è un problema privato? Sulla questione, una sorta di zona d'ombra per strutturatori e distributori di CDO retail e, più in generale, di potenziale rischio per il mercato dei prodotti strutturati retail, si stanno scervellando le principali agenzie di rating.

Nicholas Dunbar

A fine luglio 2004 Ken Gill, responsabile CDO di Fitch Ratings ha scoperto di avere un problema. Era venuto a conoscenza, a seguito di conversazioni con Risk, che 1,55 miliardi di CDO sintetici personalizzati single-tranche estremamente complessi, valutati per uso interno da Fitch tra il 2001 e il 2002, non erano nelle mani di un unico e sofisticato investitore

istituzionale, come aveva sempre creduto.

Al contrario tali transazioni erano possedute da molte decine di migliaia di investitori italiani retail di età media (secondo fonti di mercato) intorno ai 60 anni, che avevano acquistato i CDO nel quadro di Programma Dinamico, una gamma di prodotti decennali retail azionari a capitale garantito venduti da Poste Vita, divisione ramo vita di Bancoposta, a sua volta divisione di retail banking di Poste Italiane.

Visitando il sito di Poste Vita,

Gill è rimasto impressionato dalla politica di marketing che accostava tali prodotti a immagini di bambini e donne felici, il tutto accompagnato dal tanto agognato rating AAA, che, secondo Fitch, "...determina il più basso livello di rischio di credito [ed è] assegnato solamente nei casi di capacità eccezionalmente elevata di solvibilità e si ritiene che anche eventi particolarmente avversi non lo possano influenzare negativamente".

Gill infatti era al corrente del declassamento di due dei cinque CDO di Programma Dinamico valutati da Fitch. Il primo, nascosto dietro una complessa trama costituita da cinque speciali SPV (special-purpose vehicles) strutturata da Lehman Brothers, era



stato declassato a 'AA-' in aprile, dopo il fallimento fraudolento della Parmalat. Il secondo, ancora più controverso, – strutturato da JP Morgan – non solo era stato declassato di tre posizioni l'anno precedente, ma aveva anche subito due ristrutturazioni sull'onda del fallimento avvenuto nel 2002 della compagnia telefonica americana WorldCom.

Le rivelazioni sui CDO di Programma Dinamico – riguardanti transazioni per 1,55 miliardi di euro valutate da Fitch e un ulteriore importo di 518 milioni di euro tardivamente valutato Aaa da Moody's – non sono un buon biglietto da visita per le agenzie di rating. Esse dimostrano che il sistema dei rating "privati" (o per uso interno), che in teoria dovrebbe essere noto a uno o due investitori selezionati, di fatto non è poi così "privato". Fitch, che secondo il rapporto annuale della capogruppo Fimalac, nel 2003 avrebbe intascato il 60% circa dei complessivi 403 milioni di euro di reddito con l'assegnazione dei rating ai CDO e la strutturazione di altre operazioni, è particolarmente vulnerabile all'idea che il suo rapporto con i principali arranger sia ritenuto un po' troppo stretto.

## Sui nuovi mercati, come quelli dei CDO sintetici single-tranche, i clienti non dispongono degli strumenti necessari a valutare se la remunerazione ricevuta è adeguata al rischio.

Nemmeno le banche potranno stare molto tranquille. Se CSFB (Credit Suisse First Boston) può starsene tranquilla nella certezza che nessuna delle sue operazioni Programma Dinamico con rating AAA è stata declassata, JP Morgan e Lehman Brothers sono più esposte alle questioni di trasparenza e adeguatezza che permeano questa faccenda. Un'analisi della tranche CDO worst performing di Programma Dinamico, condotta prima e dopo l'evento creditizio di WorldCom (vedi riquadro), indica come le banche possano beneficiare da eventi creditizi in operazioni per le quali hanno acquistato protezione su un paniere di nomi.

JP Morgan, arranger della tranche, intratteneva un rapporto creditizio di lunga data con WorldCom e, secondo gli analisti, aveva un'esposizione dai 100 milioni ai 265 milioni di dollari. Dopo il fallimento di WorldCom, è emerso come

tale esposizione fosse stata quasi interamente coperta; sembra inoltre che il CDO strutturato da JP Morgan per Poste Vita, contenente una posizione WorldCom per 85 milioni di dollari, abbia dato un contributo in questo senso.

Tuttavia JP Morgan potrebbe alla fine rimpiangere di avere incluso WorldCom nel CDO neanche due settimane prima che la SEC iniziasse a investigare sulle irregolarità contabili della società, e di avere dovuto procedere alla ristrutturazione del CDO subito dopo l'emissione a un costo che, secondo gli specialisti, dovrebbe aggirarsi intorno ai 31 milioni di euro. La banca deve ora difendersi dalla causa intentata da Poste Italiane con l'accusa di avere condotto operazioni esotiche in perdita su tassi (*Risk* aprile 2004, pag. 40).

### Una posta in gioco considerevole

Il mercato in rapida crescita dei CDO sintetici non è nuovo alle controversie. Quando poi ad entrare in gioco sono i prodotti retail, per i quali le questioni relative all'adeguatezza rivestono un'importanza fondamentale, la scommessa diventa particolarmente alta.

Le nuove rivelazioni piovono in un momento critico per il mercato dei prodotti strutturati. Lo scorso anno, i CDO retail si sono ritagliati uno spazio importante in Australia e Nuova Zelanda, mentre l'Olanda da tempo registra una forte richiesta di transazioni gestite per il retail. Il contrario di quanto accaduto in altri paesi dove, per mancanza di interesse da parte degli investitori o di approvazione normativa, i CDO retail non sono decollati.

Esiste tuttavia una notevole differenza tra l'ultima gamma di prodotti e Programma Dinamico. I nuovi prodotti sono messi sul mercato esplicitamente come CDO con rating pubblico. Arranger come ABN Amro e Robeco lavorano intensamente all'educazione degli investitori mediante regolari aggiornamenti sui prodotti su siti dedicati, ma ciò non ha risparmiato a ABN una serie di domande circa la scelta del collaterale Parmalat per il prodotto

Hy Fi del 2003 (v. sotto).

L'esatto opposto di quanto è accaduto all'elemento di CDO in Programma Dinamico di Poste Vita, rimasto 'nascosto' nelle clausole del contratto. Gli investitori avevano ricevuto garanzie circa la restituzione a scadenza del capitale direttamente da un SPV, sotto la supervisione della Banca d'Italia e valutato con la tripla AAA da Fitch o da Moody', e non, come di solito accade per questi prodotti, da banche investment-grade.

Il fatto che la conseguente cattiva performance dei CDO non sia stata comunicata agli investitori non significa che l'SPV non sarà in grado di rimborsare il capitale a scadenza, anche se è chiaro che, sulla base dei numeri forniti sul sito di Poste Vita [Cfr. tabella], gli investitori che intendono incassare anticipatamente sono destinati a registrare una perdita. Così come non avrà ripercussioni sulla nuova generazione di CDO venduti con cognizione di causa. Sembra però inevitabile il coinvolgimento degli operatori nel discredito generale gettato dai vecchi CDO.

### Origini dinamiche

Le origini dei CDO di Programma Dinamico risalgono agli anni 2000-2001, un'epoca di aspra concorrenza sul mercato italiano dei prodotti strutturati che vedeva BancoPosta e Poste Vita emergere come i principali emittenti, rispettivamente di prodotti a medio e lungo termine. Come accade per la maggior parte dei prodotti a capitale garantito, la liquidità raccolta presso gli investitori veniva investita in obbligazioni zero-coupon a rating elevato a copertura della garanzia di capitale, mentre la rimanenza era utilizzata per l'acquisto di un'opzione azionaria che avrebbe consentito un'interessante partecipazione al rialzo.

Poste Vita, al pari degli altri emittenti italiani, è solita sfruttare la propria forza di mercato per garantirsi i migliori affari su queste opzioni dagli operatori in derivati. Tuttavia, sulla scorta dei bassi tassi di interesse dell'euro a medio e lungo termine, il prezzo delle obbligazioni zero-coupon era decisamente elevato, il che limitava la componente di partecipazione al rialzo da incorporare nell'opzione. Si poteva ipotizzare un abbassamento del costo dell'obbligazione senza che ciò incidesse sull'elevato rating creditizio?

La risposta era utilizzare CDO sintetici, come suggerito da un gruppo ristretto di intelligenti e ambiziosi professionisti in derivati. Tra di essi,

Bartolomeo Acquaviva, allora responsabile della distribuzione italiana di CSFB e attualmente alla Barclays Capital in qualità di responsabile della distribuzione italiana; Andrea Potsios, all'epoca responsabile italiano vendite reddito fisso di Lehman Brothers, e attualmente responsabile per l'Italia; senza dimenticare Andrea Vella, promettente vicepresidente del gruppo marketing in derivati financial institutions di JP Morgan, promosso coresponsabile vendite e marketing della società per Italia, Europa centrale e orientale, Medio Oriente e Africa.

L'astro nascente di Andrea Vella nella vendita dei derivati e della strutturazione è emerso in occasione del conferimento a JP Morgan del premio società dell'anno di *Risk* nel gennaio del 2002. La soluzione per la gestione delle passività messa a punto per Unipol, società bolognese di assicurazioni, era l'equivalente in derivati delle sculture barocche romane, una complessa combinazione di forward volatility swaps, constant maturity swaps, floors e 'shouts' che oltre a valergli i complimenti del cliente è risultata estremamente redditizia per JP Morgan.

Vella era stato il primo a suggerire a Poste Vita di indicizzare i payout dei prodotti all'inflazione (v. *Risk*, Ottobre 2003, p. 24). I prodotti hanno riscosso un successo straordinario presso i clienti di Poste Vita, sebbene le prime operazioni indicizzate all'inflazione fossero effettuate in collaborazione con Goldman Sachs. Non è chiaro da dove sia venuta l'idea di utilizzare i CDO per dotare di garanzie di restituzione del capitale i prodotti retail, quel che è vero è che nel 2001 sono divenuti una redditizia fonte di business per CSFB, Lehman e JP Morgan.

Alcune intuizioni di marketing utilizzate da Poste Vita sono attribuibili a BNL Vita, che ha lanciato i propri prodotti retail garantiti da CDO nei primi mesi del 2003, un anno dopo Poste Vita. Secondo una fonte BNL, l'elemento fondamentale era rappresentato da uno spread più ampio per un dato rating guadagnato sul CDO – in altre parole, da una obbligazione zero-coupon meno costosa – giustificato anche dal fatto che il metodo tradizionale di utilizzare collocamenti privati single-issuer pagava solitamente uno spread inferiore a quello di mercato. Se a ciò si aggiungono l'allettante aspetto della diversificazione degli emittenti e la minore severità da parte dell'ISVAP sul collaterale, rispetto alla vigilanza bancaria, ecco che il quadro assume contorni più netti.



**“Non abbiamo siglato alcun accordo di riservatezza con i destinatari dei rating in base al quale questi ultimi non sarebbe mai stati resi pubblici. Ora, col senno di poi, penso proprio che avremmo dovuto farlo”.**

**Paul Mazataud, Moody's**

Dato che il fattore principale erano i bassi prezzi e subito dopo la riservatezza, la soluzione cui sono giunti Poste Vita da un lato e JP Morgan, CSFB e Lehman dall'altro è stata quella di utilizzare prodotti sintetici personalizzati single-tranche. Contrariamente all'universo dei derivati azionari, nel quale gode di un forte potere in fatto di pricing, Poste Vita partiva alquanto svantaggiata nel credito strutturato personalizzato, dove la tecnologia adottata per il pricing è decisamente più nuova ed appannaggio di una élite di istituti. In particolare, sembra che Poste Vita non sia ricorsa a gare d'appalto e a procedure di reverse enquiry per garantirsi il pricing dei prodotti da parte degli strutturatori.

Una volta stabilite le condizioni di base, gli arranger hanno contattato le agenzie di rating e richiesto un rating per uso privato. Per Fitch e Moody's, che hanno incassato dagli arrangers all'incirca 200.000 euro per CDO, si trattava di un'attività in forte crescita. È lo

stesso Gill di Fitch a spiegarcelo: “Tra il 2001 e il 2002 il mercato dei derivati di credito [strutturati] è largamente cresciuto come mercato focalizzato sui rating per uso privato. Accadeva generalmente in tali transazioni che l'arranger coinvolgesse nella transazione uno, o forse due, tre investitori (in ogni caso un numero molto ristretto). Trattandosi spesso di reverse enquiries, gli investitori potevano scegliere i portafogli”.

#### **Divario informativo**

Per qualche ragione, dicono le agenzie di rating, le informazioni che i team vendite delle banche di investimento conoscevano già dopo mesi di discussioni con Poste Vita, vale a dire che le tranche CDO personalizzate sarebbero state strutturate in un prodotto azionario e vendute a decine di migliaia di clienti retail, non sono state loro trasmesse. È accaduto così che Fitch e Moody's assegnassero ai CDO di Programma Dinamico un rating per uso privato.

Gill aggiunge: “Dopo avere analizzato i CDO, la procedura prevedeva che comunicassimo il rating all'arranger mediante una lettera del tutto simile a un comunicato stampa relativo a una transazione pubblica. In essa si faceva espressamente obbligo all'arranger di comunicare tale informazione agli investitori”. Ma, a quanto pare, ciò non è mai accaduto.

È stato così che nel dicembre del 2001 Poste Vita ha lanciato i primi CDO di Programma Dinamico con CSFB, emettendo altri cinque prodotti l'anno successivo (v. tabella A). I CDO, ai quali era stata inizialmente assegnata la tripla A, erano tutti diversi, sia in termini di portafoglio di riferimento sia a livello di credit enhancement. La prima operazione CSFB, ad esempio, investiva direttamente in una coppia di CLO pubbliche di CSFB denominate Harbourmaster 1 & 2, mentre la seconda e la terza erano in riferimento rispettivamente a 482 nomi scelti negli indici azionari di S&P e Bloomberg, a 71 nomi corporates e ad un unico debitore sovrano.

La seconda transazione CSFB potrebbe essere una fonte di sorpresa per gli investitori retail italiani che avevano acquistato il prodotto ad essa associato da Poste Vita. Denominato Ideale e accompagnato da immagini di una madre sorridente e di una figlia che saltellano a piedi nudi sulla spiaggia, il prodotto è stato attentamente commercializzato come un investimento etico contenente un'opzione legata all'indice FTSE4Good, che esclude

tassativamente gli investimenti in società del nucleare. Purtroppo, secondo Fitch che ha assegnato il rating all'operazione, il CDO sottostante aveva fra i titoli di riferimento un prestito al generatore nucleare British Energy. Essendo gli arranger dei CDO di CSFB all'oscuro degli aspetti etici della transazione, sembrerebbe che ciò sia imputabile a una svista da parte di Poste Vita.

Contrariamente ai tre CDO di CSFB, che coinvolgevano solamente un unico SPV italiano per transazione, sia JP Morgan sia Lehman Brothers avrebbero utilizzato livelli aggiuntivi di SPV non italiani. La liquidità raccolta attraverso le obbligazioni Programma Dinamico sarebbe stata investita in *note* emesse da società off-shore, anche se il motivo rimane alquanto oscuro. Ciò avrebbe inizialmente aumentato le spese della transazione.

Mentre la prima transazione di JP Morgan – che coinvolgeva un veicolo offshore denominato Mayu BV – conteneva soltanto 100 nomi (inclusa WorldCom), il secondo CDO faceva riferimento a un ampio portafoglio di 2.400 nomi corporate a cui era stato assegnato il rating A o Baa da Moody's. La transazione di Lehman era indubbiamente la più complessa: coinvolgeva non meno di cinque SPV quotati a Dublino, di cui quattro portavano il nome dei poeti italiani Angiolieri, Boccaccio, Petrarca e Dante. Come sottolinea lo stesso Gill: "Siamo di fronte a titoli estremamente sofisticati. Che siano adeguati agli investitori retail è discutibile. Ma questo è responsabilità di chi li vende".

A pochi mesi dall'emissione, il primo CDO di JP Morgan era già in difficoltà. WorldCom, dopo avere ammesso di aver gonfiato i propri conti per 3,8 miliardi di dollari, nel mese di luglio ha presentato istanza di fallimento. Come venditore della protezione WorldCom per un importo pari all'1% del portafoglio di riferimento, l'SPV Mayu ha visto improvvisamente dileguarsi quasi un quarto del suo credit enhancement (v. riquadro: Costruzione e copertura di un CDO single tranche).

A fronte del peggioramento della situazione creditizia, anche i rating di altri nomi contenuti nel portafoglio di riferimento di Mayu hanno iniziato a scendere. Se da un lato Fitch rifiuta di fornire un resoconto completo dei rating di Mayu, le susseguenti azioni intraprese da Poste Vita indicano chiaramente che la transazione era sul punto di scendere sotto la soglia minima di valutazione creditizia (A-) richiesta dalle autorità

italiane di vigilanza sulle assicurazioni per i prodotti di investimento.

### Ristrutturazioni

Nell'autunno del 2002, l'argomento "ristrutturazioni" era sulla bocca di tutta la comunità creditizia mentre gli investitori erano sempre più alla ricerca di rating robusti per le loro attività. All'atto dell'assegnazione dei rating pubblici ai CDO, Moody's ha sottolineato esplicitamente come l'estromissione di WorldCom dai portafogli giustificasse rating più elevati.

## Andrea Vella, JP Morgan: stella nascente di JP Morgan, determinante nello sviluppo di prodotti innovativi per conto di Poste Vita

Tuttavia questa ritrovata 'robustezza' ha un suo prezzo. Sebbene qualcuno sostenga trattarsi di un'opzione meno costosa rispetto alla vendita di un'intera tranche di CDO, la ristrutturazione è per definizione una procedura onerosa che prevede la chiusura di posizioni default swap in difficoltà e la loro sostituzione con crediti più forti e caratterizzati da spread meno ampi. Tale procedura può anche significare spread denaro/lettera più ampi per gli investitori.

Come confermato da Fitch in un comunicato stampa dell'agosto del 2004 riguardante Mayu, JP Morgan avrebbe ristrutturato il portafoglio di riferimento negli ultimi mesi del 2002, sostituendo sette entità di riferimento con lo scopo di "mitigare il deterioramento della qualità del portafoglio". Tra i nuovi nomi figuravano tranche di altri CDO che potrebbero essere state selezionate per ridurre i costi di ristrutturazione. Come si legge in un articolo apparso sul numero di ottobre del 2002 di *Risk*, Oldrich Masek, structured credit marketer di JP Morgan, ha affermato che la maggior parte delle ristrutturazioni della società di quell'epoca erano riconducibili a operazioni bilaterali personalizzate e a evidenti "problemi specifici" con alcuni prodotti sintetici.

Nel dicembre del 2002, a ristrutturazione avvenuta, Fitch ha inviato una lettera contenente i rating per uso privato che declassavano Mayu a "AA+". L'equilibrio del portafoglio di riferimento di Mayu era ormai spezzato e non poteva che peggiorare. Pertanto nei primi mesi del 2003 JP Morgan interviene

nuovamente. Secondo Fitch "l'ulteriore peggioramento del portafoglio ha portato alla sostituzione di altre cinque entità di riferimento". Nell'aprile del 2003, la transazione è stata ancora una volta segretamente declassata, questa volta a "AA-". Secondo gli specialisti di CDO, i costi legati all'attività di arranger e alla duplice ristrutturazione della transazione Mayu hanno generato introiti a favore di JP Morgan per 200 milioni di euro.

Malgrado il silenzio dell'ISVAP sulle inchieste in corso, alcune fonti suggeriscono che essa abbia iniziato a occuparsi dei CDO ai primi del 2003. Dal canto suo, Poste Vita, dopo il dicembre 2002, non ha più fatto uso di CDO nei suoi prodotti di investimento retail, ritornando alle tradizionali obbligazioni zero-coupon single issuer. BNL Vita, le cui due strutture retail da 350 milioni di euro garantite da CDO sono state emesse da JP Morgan e da BNP Paribas nei primi mesi del 2003, è stata attenta ad ottenere un rating pubblico AAA da Fitch.

Il 10 giugno del 2003, l'ISVAP ha emesso una circolare che vieta la commercializzazione di tali prodotti: "A tal fine si dispone che non è consentito il collegamento delle prestazioni dei contratti... 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".

Fatto alquanto interessante, la normativa non ha avuto valore retroattivo. Mentre Mayu ha continuato a sopravvivere nel suo fresco stato di

Kenneth Gill



debolezza, è toccato successivamente alla transazione Lehman strutturata da Poste Vita ad essere colpita da un evento creditizio. Parmalat pesava per 160 milioni di euro nei portafogli di riferimento sottostanti Programma Dinamico di cui Lehman era arranger. Nell'aprile del 2004, Fitch provvedeva a declassare per uso privato il prodotto a "AA-".

### Appetito retail

È possibile che la vicenda Programma Dinamico incida negativamente sulla domanda di CDO retail? Gli emittenti di CDO retail gestiti quali Robeco sostengono che il problema riguarda maggiormente la selezione di tranches statiche che non i CDO di per sé.

Edwin Noomens, responsabile strutturazioni di Robeco, afferma: "In

teoria, un'operazione statica può essere considerata alquanto sicura, ma non è questo che deve spingere a utilizzarla. Trattandosi in ogni caso di una struttura statica, perché non si dovrebbero testare i limiti d'azione consentiti dalle agenzie? Alcuni arranger dispongono attualmente di programmi di ottimizzazione che consentono di individuare lo spread più ampio con il rating più elevato. A nostro parere, è inutile ricercare tali limiti. I nostri rating lasciano sempre ampi margini".

Paul Mazataud, responsabile europeo CDO di Moody's, concorda che le operazioni statiche personalizzate, selezionate dagli arranger, possano aver concluso il loro tempo: "Esiste sempre un elemento di rischio morale nelle classiche transazioni CDO per le quali l'acquirente della protezione ha selezionato il centinaio di nomi".

ABN Amro, che nel 2003 ha venduto tranches di CDO retail del prodotto Hy Fi per 231 milioni di dollari in Australia e in Nuova Zelanda, è sensibile a questa accusa, dopo che i suoi prodotti sono stati declassati a seguito del fallimento Parmalat. La banca, che respinge fermamente l'accusa secondo cui i CDO erano coperti dai prestiti Parmalat di ABN Amro, afferma che la scelta di inserire Parmalat nel portafoglio CDO nel 2003 è da attribuirsi all'acquisto da parte di quest'ultima di un distributore di latte australiano e pertanto era un nome conosciuto tra gli investitori. Tuttavia, date le ripercussioni negative di tali operazioni sulla reputazione finanziaria, gli osservatori ritengono che d'ora in poi solamente i prodotti CDO statici e le operazioni gestite basati sulla trasparenza delle norme di selezione

## Costruzione e copertura di un CDO single tranche: un gioco a somma zero?

Se la ragion d'essere dell'investment banking è la costruzione di portafogli di rischi, per riconfezionarne alcuni in forma attraente e rivenderli agli investitori, allora i CDO sintetici single tranche non sono niente di più che l'ultimo episodio di una lunga tradizione di innovazione.

Tuttavia, come sempre accade con le innovazioni, all'inizio i clienti si trovano in una situazione di svantaggio rispetto alla banca. Su mercati nuovi, come quelli dei CDO sintetici single-tranche, i clienti non dispongono degli strumenti necessari a valutare se la remunerazione ricevuta è adeguata al rischio. Possiamo pensare che Poste Vita fosse in queste condizioni di svantaggio quando ha fatto la sua incursione nel mondo dei CDO?

La domanda è difficile. Per rispondere è infatti necessario esaminare l'intera catena dell'operazione, dal marketing originale al trading successivo, sforzandosi di individuare eventuali opportunità di profitto che possano essere sfruttate all'insaputa del cliente. In mancanza di informazioni complete, tale esercizio di valutazione non potrà produrre risposte definitive, né implicare alcun dolo da parte della banca.

Con la collaborazione di alcuni analisti quantitativi esperti del settore dei CDO, Risk ha analizzato l'operazione worst performing Programma Dinamico, garantita dal Mayu CDO organizzato da JP Morgan all'inizio del 2002. L'analisi ha interessato in primo luogo il processo di selezione del portafoglio di riferimento. Nonostante il CDO sia stato strutturato con in mente il mercato retail, il processo manca di trasparenza. Sulla base di informazioni fornite da Fitch, appare chiaro che il portafoglio era fortemente esposto a tre settori - bancario, telecomunicazioni e utilities - pari al 42% degli 8,53 miliardi di euro del pool nozionale di riferimento. Fra i cento nominativi figura quello di WorldCom, per un importo nozionale di 85 milioni di euro.

Tradizionalmente l'investment banking ricorre a un sistema di segregazione ("chinese walls") per separare gli originator dai trader e tutelare così gli interessi degli investitori. Nei CDO sintetici tale separazione è meno chiara. In JP Morgan, l'unità che si occupa della copertura del portafoglio di prestiti ha sede nel trading floor, ed ha agito da importante controparte del desk per il trading di derivati su crediti della banca. Tale desk a sua volta, trattava con il desk responsabile del trading di credit correlation, che risponde al responsabile del marketing dei derivati della banca.

Considerato che l'unità responsabile della copertura del portafoglio

ha il mandato di ridurre la concentrazione delle esposizioni creditizie di JP Morgan a grossi debitori quali WorldCom, è ragionevole presumere che il team per il marketing del credito strutturato sia stato incoraggiato ad acquistare protezione dall'insolvenza di WorldCom quale parte del portafoglio di riferimento del cliente.

Una volta selezionato il portafoglio, e chiusa la transazione, sorge la domanda su come JP Morgan ne abbia determinato il prezzo. Come accade con tutti i prodotti derivati strutturati, l'operazione implica uno scambio di opinioni fra addetti alle vendite e trader. Il problema fondamentale è calcolare la differenza fra ciò che il cliente è pronto a pagare e il costo atteso per assicurare la copertura e la gestione del rischio per tutta la vita dell'operazione. Ciò si riassume in un'unica cifra, detta valore attuale (present value, PV) ed ha un'importanza cruciale per le forze di vendita e marketing dei derivati.

In alcune società - fra cui Goldman Sachs - la funzione di pricing è sottoposta al controllo pieno del trading desk che valuta in modo molto prudente i costi di trading, producendo un PV più basso. Ciò si traduce in guadagni minori, nell'immediato, per i venditori e per i trader. Se alla prova dei fatti i trader scoprono che la copertura è meno costosa del previsto, il maggior profitto potrà sempre essere condiviso con i venditori in un secondo momento.

Il business dei derivati di JP Morgan, d'altro canto, è dominato dagli addetti alle vendite e marketing. Questi ultimi - che si avvalgono di tecnici quantitativi propri - fissano da soli il prezzo delle transazioni, e quando queste vengono chiuse, comunicano al desk dei prodotti esotici tanto il PV che il target da conseguire affinché parte di questo valore non venga perso durante la vita dell'operazione. In questo sistema, gli addetti alle vendite e al marketing vengono retribuiti immediatamente, mentre i trader sono pagati per non aver perso denaro nel tempo. Comprensibilmente, in questo caso il PV tende ad essere più elevato.

Tutto ciò considerato, come potrebbe essere stata realizzata la copertura della tranche Mayu? In prima approssimazione, i dealer che acquistano protezione su una tranche mezzanine di CDO come questa adottano una strategia di copertura delta, vendendo protezione su tutti i nominativi del portafoglio di riferimento. Se nessuno di questi fa default, e gli spread creditizi restano costanti, il dealer dovrebbe riuscire ad avere un guadagno, dato che il premio ricevuto dalle operazioni sui singoli nominativi supera il premio pagato sulla tranche - in altri termini, l'operazione ha un "carry positivo".

potranno sopravvivere sul mercato.

Alcuni osservatori si chiedono se sia possibile paragonare i rating dei CDO – derivati da modelli di portafoglio – con i rating single-issuer tradizionali. Dopo tutto, viene da chiedersi, gli acquirenti retail di Programma Dinamico stavano effettivamente investendo in qualcosa di più sicuro del debito sovrano italiano, come pubblicizzato nei prospetti informativi?

Mazataud pur rispondendo di non apprezzare particolarmente lo strumento di marketing utilizzato, difende i rating assegnati da Moody's ai CDO: "Abbiamo motivo di credere che il rischio associato a Programma Dinamico fosse meno elevato rispetto a quello del governo italiano".

Secondo Fitch, che ha assistito al declassamento di due delle sue triple A, una nel giro di pochi mesi, la faccenda è

più seria. Gill insiste che "qualsiasi tripla A vale come qualsiasi altra tripla A" ma poi ammette che, in fin dei conti, un rating creditizio non è nulla di più che una probabilità di insolvenza, e pertanto non è indice di trasparenza di prezzo o di liquidità.

Attualmente tutti i rating di Programma Dinamico sono resi pubblici. A Poste Vita e ai suoi tre arranger – JP Morgan, Lehman e CSFB – è stato chiesto di commentare le questioni sollevate dall'articolo di *Risk*, ma si sono rifiutati di farlo.

Fitch e Moody's sono rimasti scottati da questa esperienza. "La cosa non mi rende felice. Avrei preferito che non fosse accaduto" si lamenta Gill di Fitch. "In tutta onestà, è stata una grossa fonte di preoccupazione". Tuttavia Gill nega fermamente l'esistenza di rapporti eccessivamente

confidenziali nelle operazioni private con gli arranger di CDO. "Posso garantire che da una prospettiva creditizia e di business, non vi è alcuna differenza tra un rating pubblico e un rating per uso privato".

Mazataud di Moody's dà libero sfogo alla sua rabbia. "È la prima volta che ci imbattiamo in questo problema. Qualcuno se ne sta approfittando". Ma ammette anche che la procedura di assegnazione dei rating per uso privato lascia spazio a abusi: "Il problema è che abbiamo commesso un errore in passato. Non abbiamo siglato alcun accordo di riservatezza con i destinatari dei rating in base al quale questi ultimi non sarebbe mai stati resi pubblici. Ora, col senno di poi, penso proprio che avremmo dovuto farlo". ■

**Traduzione: Danio Maldussi**

In realtà, le cose sono più complicate. Come per le posizioni in opzioni con delta hedge tradizionale, una tranche CDO delta-hedged long protection ha un'esposizione gamma – il rischio associato a un ampliamento degli spread, anche se è importante distinguere fra l'ampliamento degli spread a livello di singoli nominativi o di portafoglio. Esiste inoltre un'esposizione al default sulla posizione coperta, dato che in caso di default le coperture CDS single name avranno una perdita superiore al guadagno mark-to-market sulla tranche stessa. Infine, non mancano gli onnipresenti rischi di correlazione e di tasso di recupero.

Tutte queste incertezze vanno sommate al costo di delta hedging usando modelli molto complessi, che calcolano il costo totale atteso di copertura dell'operazione (ovvero, in un mercato perfettamente liquido, il suo prezzo). Aggiungendo il PV a tale costo otteniamo il prezzo effettivamente pagato. Il problema che ci poniamo è il seguente: considerato il contesto del 2001/2002, il prezzo pagato dal cliente per la transazione Mayu è stato eccessivo? La domanda va scomposta in tre parti. In primo luogo, esaminiamo l'effetto del default di Worldcom. Poi stimiamo i costi di ristrutturazione. Infine, usiamo i rating e le informazioni disponibili sui prezzi per ottenere una stima rudimentale del PV che JP Morgan ha calcolato per l'operazione.

Usando ipotesi ragionevoli sul portafoglio, gli esperti cui si è rivolto *Risk* stimano che il default di WorldCom abbia prodotto un guadagno mark to market per JP Morgan di 16,6 milioni di euro sulla tranche Mayu. Si stima che una posizione delta hedge CDS short protection su WorldCom non liquidata prima del default abbia perso 22,3 milioni, ma se la divisione loan portfolio di JP Morgan era la controparte nell'operazione CDS, tale perdita si sarebbe annullata. Il risultato netto sarebbe quindi una riduzione di 16,6 milioni di euro delle perdite della banca imputabili a WorldCom.

Secondo Fitch, l'operazione è stata ristrutturata due volte, a fine 2002 e inizi 2003. Per capire meglio, è utile esaminare l'equity enhancement del Mayu CDO. All'inizio era del 5%, ma dopo il fallimento di WorldCom – che, dato il carattere fraudolento, aveva un tasso di recupero del solo 10% – il credit enhancement offerto ai restanti 99 nominativi in portafoglio è sceso al 4,1%. Fitch riferisce che dopo la ristrutturazione, l'enhancement è risalito al 4,75% e dodici crediti sono stati sostituiti a fini di "mitigazione", aggiungendo fra l'altro sette tranche CDO.

Secondo le stime di esperti del mercato, il costo sostenuto da Poste Vita per l'aggiunta di nuova equity a correzione del livello di enhancement sarebbe di 13 milioni di euro circa. Ma quanto è costata la sostituzione dei dodici crediti? Ipotizzando in modo un po' rudimentale che i crediti sostituiti fossero scambiati con uno spread "deteriorato" di 250 punti base, contro 100 punti base per i nuovi, e in base a ipotesi ragionevoli sul delta, il costo di sostituzione sarebbe di 1,5 milioni a nominativo.

Si stima quindi che Poste Vita abbia pagato una cifra nell'ordine dei 31 milioni di euro in costi di ristrutturazione, senza considerare eventuali commissioni ai venditori di JP Morgan. Si noti che il cliente potrebbe non aver pagato l'intera cifra in contanti. Al contrario è possibile che JP Morgan abbia aggiunto alcuni crediti che producevano uno spread più elevato per un dato rating – quali tranche di CDO – per finanziare parte della ristrutturazione. Ciò avrebbe prodotto una riduzione del valore mark to market della tranche dopo la ristrutturazione.

Infine, qual è stato il guadagno di JP Morgan? Anche se è impossibile conoscere le stime interne di JP Morgan sui costi di copertura, possiamo ragionevolmente usare come proxy il prezzo calcolato dai tecnici quantitativi di altre istituzioni (che per altro usano modelli simili). Considerato il prezzo di mercato di un discount zero-coupon bond con scadenza nel febbraio 2012, gli esperti contattati da *Risk* stimano che la Mayu CDO valesse XX%, misurato in percentuale del valore nominale.

Questo tuttavia non riflette necessariamente ciò che JP Morgan è disponibile a pagare. Dal sito internet di Poste Vita, il bid price per il rispettivo prodotto Programma Dinamico al 24 agosto 2004 era dell'84,35%. Ovviamente, questo non è il discount price del CDO – il prodotto include anche un elemento di equity e di inflazione. La parte equity consiste di un coupon elevato, finanziato da Eurostoxx lookback option con cliquet annuale, che gli esperti di mercato valutano al 23,3% del valore nominale. La componente di inflazione è uno swap del valore attuale del 16,9%. Ciò ci lascia con il discount price del 44,5% attualmente offerto da JP Morgan per il suo CDO. Chiaramente, JP Morgan offre molto meno di quanto non pagherebbe il mercato all'ingrosso. Moltiplicandolo per il valore nominale di 425 milioni di dollari, la differenza corrisponde a una stima di XX milioni di euro. Questo, secondo gli esperti, corrisponderebbe al ricavo di JP Morgan nell'operazione Mayu.