

MERCATI

DEBITO GRECO CHI HA IN PANCIA I TITOLI DI ATENE IN RISTRUTTURAZIONE

I Sirtaki bond pesano sul retail

Bassa l'esposizione di fondi e polizze, con qualche eccezione. Rischiano i risparmiatori che li hanno acquistati direttamente

Sono i piccoli investitori i grandi sconfitti della ristrutturazione greca. Quelli che, nei mesi scorsi, hanno fatto una piccola puntata su Atene: sedotti dai prezzi stracciati, forse consapevoli dei rischi ma comunque rassicurati dai proclami dell'Unione europea, che per due anni ha ripetuto come un mantra che la Grecia ce l'avrebbe fatta. Invece, è fallita. Se in modo «ordinato», ovvero pilotato, com'è probabile, o meno, lo si scoprirà nei prossimi giorni, quando saranno resi noti i numeri dell'adesione alla proposta di scambio (swap) concordata dal governo Papademos con i grandi creditori privati, rappresentati dall'Institute for international finance (Iif) di Charles Dallara. Numeri da cui potrebbe dipendere un eventuale coinvolgimento nella ristrutturazione anche da parte degli investitori che hanno scelto di non partecipare volontariamente allo scambio. Compresi fondi comuni e pensione e polizze assicurative. Con quale impatto sui portafogli dei risparmiatori?

LA MAPPA DELLE GESTIONI

È solo dello 0,18% l'esposizione media dei fondi obbligazionari governativi dell'area euro ai titoli greci (vedere riquadro nella pa-

gina accanto). E, secondo un'indagine condotta dal *Mondo* sul comparto assicurativo, i Sirtaki bond avrebbero un peso modesto anche all'interno di gestioni separate, polizze index e unit-linked. Con alcune distinzioni. Reale Mutua, per esempio, non ha titoli greci in pancia, ma una controllata del gruppo, Italiana Assicurazioni, dichiara un'esposizione dell'1,3%, in termini nominali, sull'intero portafoglio delle gestioni separate (dati al 31 dicembre 2011). Per Unipol, Atene vale lo 0,2% degli investimenti obbligazionari (30 settembre 2011). Unicredit dichiara una presenza nulla di titoli greci nelle index e unit linked e «praticamente nulla» nelle gestioni separate. Gefin, una delle gestioni proposte da Aviva Italia (commercializzata anche da Unicredit e altri), ha infatti una posizione sulla Grecia per un importo nominale di 3,2 milioni di euro (0,089% del portafoglio, l'unica nell'universo Aviva). Zurich non ha titoli greci da oltre un anno. Pramerica, Poste, Popolare, Credem, Axa Assicurazioni e Axa Mps dichiarano un'esposizione nulla per i prodotti assicurativi collocati al retail (Axa Italia segnala una posizione inferiore all'1% su una sola unit-linked, dedicata a clientela con patrimoni ingenti). Le po-



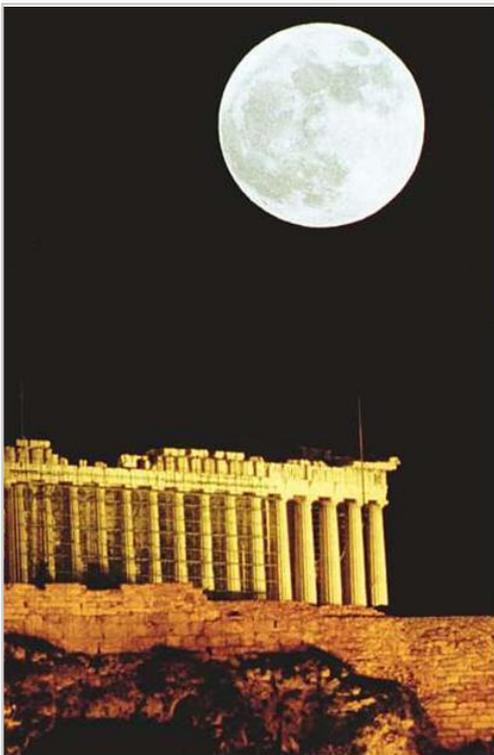
lize unit e index di Intesa Sanpaolo Vita non sono investite nello Stato greco, mentre per i prodotti rivalutabili il peso di Atene all'interno di alcune gestioni targate Intesa Vita è inferiore allo 0,1%. Su 66 fondi sottostanti alle polizze unit linked di Clerical Medical, solo uno ha titoli greci, per lo 0,3%. Infine, una nota negativa spetta a Fondiaria Sai, Milano Assicurazioni, Allianz e il Gruppo Generali: non hanno fornito informazioni sull'esposizione dei rispettivi prodotti retail ai titoli di Atene. Quanto ai fondi pensione negoziali, Flavio Casetti, segretario generale di Assofondipensione, assicura che «nessuno dei nostri associati ha una posizione in essere sul debito greco».

L'impatto della ristrutturazione greca su prodotti assicurativi, pensionistici e del risparmio gestito sarà, dunque, limitato. «I fondi e le polizze hanno l'obbligo di valorizzare il patrimonio ai prezzi di mercato», ricorda Paolo Guida, vicepresidente dell'Aiap, l'associazione degli analisti finan-

CINQUE OPZIONI SUL TAPPETO DI SCAMBIO

	PARTECIP. ALLO SCAMBIO (SWAP)	IL GOVERNO	CHI ADERISCE	CHI NON ADERISCE
Caso 1	> 90% senza attivazione Cac	Attuerà lo scambio		Mantiene i titoli in essere, senza subire taglio del nominale né scambio
Caso 2	> 90% con attivazione Cac	Intende attuare lo scambio	Hair cut del 53,5%	Hair cut del 53,5% e scambio con 24 nuovi titoli
Caso 3	Tra il 75% e il 90% senza attivazione Cac	Potrebbe attuare lo scambio, dopo una consultazione con i creditori	e scambio con 24 nuovi titoli	Mantiene i titoli in essere, senza subire il taglio del nominale né lo scambio (*)
Caso 4	> 75% con attivazione Cac	ufficiali (troika Bce-Ue-Fmi)		Hair cut del 53,5% e scambio con 24 nuovi titoli
Caso 5	< 75% con attivazione Cac	Non attuerà lo scambio	Si apre la strada per il default disordinato	

Nella tabella, i cinque possibili esiti della ristrutturazione del debito greco e le conseguenze per chi aderisce o non aderisce all'operazione. Note: (*) Possibilità che il governo decida di far scattare le Cac. In questo caso, hair cut (taglio dell'investimento) del 53,5% e sostituzione titoli in portafoglio con 24 nuovi titoli per tutti - Cac= Clausole di azione collettiva



DOPO LA REVISIONE AL RIBASSO DEI DATI SUL DEFICIT

CROLLO NEI PORTAFOGLI: DAL 5% ALLO 0,18% IN TRE ANNI

Il principio della capitalizzazione di mercato vuole che i Paesi molto indebitati pesino di più all'interno dei benchmark di riferimento. Questo spiega perché, dalla nascita dell'euro, nel 1999, alla vigilia dello scoppio della crisi debitoria, dieci anni dopo, l'esposizione degli indici governativi europei ai Sirtaki bond sia più che raddoppiata, dal 2,5% al 5% circa, di pari passo con un appesantimento del debito pubblico di Atene. A ottobre del 2009 il neoletto primo

ministro, George Papandreou, annuncia la drastica revisione al ribasso dei dati su deficit e debito ellenici, falsificati dal suo predecessore. Il peso dei titoli greci nei portafogli dei fondi comuni inizia a scendere, portandosi dal 4,5% al 3%. Ad aprile 2010, Standard&Poor's declassa il debito di Atene a livello junk, spazzatura: i principali benchmark estromettono la Grecia dall'universo investibile e per moltissimi fondi scatta l'ordine di vendita, che porterà l'esposizione dei prodotti

governativi area euro a dimezzarsi nell'arco di soli due mesi. Poi, l'emorragia continua: a ottobre 2010 la Grecia vale, in media, poco più dell'1% degli asset gestiti; un anno dopo, nel mezzo della tempesta sull'Italia, è lo 0,31%, ma scenderà ancora, alla vigilia della ristrutturazione del debito, fino allo 0,18% (secondo dati Morningstar). «Nel caso dei prodotti assicurativi», assicura Paolo Guida, vicepresidente di Aiaf, «si è verificato qualcosa di molto simile». **P.E.G.**

ziari. «I titoli di debito greci oggi valgono tra 20 e 25. L'effetto della ristrutturazione, con una perdita del 70% circa a carico degli investitori, rispetto al nominale, è già scontato». Molto peggio potrebbe andare agli investitori che hanno acquistato direttamente emissioni di Atene, pagandole 70 (inizio settembre 2011) o 50 (i primi di gennaio): rispettivamente il triplo e il doppio di quanto valgono oggi. «In ogni caso, ai miei clienti avrei suggerito di non aderire all'offerta del governo greco», rivela Paolo Baroni, consulente finanziario indipendente. Ecco perché.

AL GIOCO DELLO SWAP

L'ipotesi più favorevole a chi ha scelto di non aderire all'offerta di scambio (conclusa l'8 marzo, ma i cui risultati si conosceranno nei giorni successivi) è che il tasso di partecipazione volontaria allo swap superi il 90%. In questo caso, è possibile che il governo decida di non attivare le Cac, Clausole di azione collettiva, che consentirebbero di imporre lo swap a tutti gli investitori, a fronte di una partecipazione volontaria del 50%, con una maggioranza di 2/3 favorevole a modificare i termini di pagamento, rendendoli obbligatori per tutti (regola valida per le emissioni soggette alla legislazione greca, pari all'86% dei 206 miliardi in ristrutturazione; per le altre, il quorum può essere del 75%). «Di conseguenza, chi non aderisce potrebbe sperare di essere rimborsato a 100, soprattutto

IL RUOLO DEGLI OBBLIGAZIONARI

CATEGORIA FONDI MORNINGSTAR	PAESE	ESPOSIZIONE (%) MEDIA DEI FONDI COMUNI					
		OTT. 2009	APR. 2010	GIU. 2010	OTT. 2010	OTT. 2011	GEN. 2012
Obbligazionari Europa	Grecia	2,09	2,08	1,09	1,05	0,20	0,13
Obbligaz. governativi area euro	Grecia	4,58	3,07	1,57	1,18	0,31	0,18
Obbligazionari Europa	Portogallo	0,82	0,56	0,59	0,84	0,48	0,56
Obbligaz. governativi area euro	Portogallo	1,05	1,25	0,98	1,16	0,57	0,37
Obbligazionari Europa	Irlanda	2,59	3,22	2,90	2,25	1,79	1,76
Obbligaz. governativi area euro	Irlanda	1,32	1,82	1,56	1,41	0,83	0,74
Obbligazionari Europa	Gr. + Port. + Irlanda	5,50	5,86	4,58	4,14	2,47	2,44
Obbligaz. governativi area euro	Gr. + Port. + Irlanda	6,96	6,14	4,11	3,76	1,71	1,30

Il peso dei titoli di Grecia, Portogallo e Irlanda in due categorie di fondi (dati al primo marzo 2012). Fonte: Morningstar

per le emissioni in scadenza ravvicinata», spiega Baroni. «Chi non partecipa all'offerta, però», precisa Guida, «in futuro potrebbe subire penalizzazioni anche maggiori: per esempio, in caso di una seconda ristrutturazione». Con un tasso di partecipazione volontaria più basso, tra il 75% e il 90%, il governo avvierà una consultazione con i creditori ufficiali (Ue, Fmi e Bce), per valutare se procedere con lo scambio ed eventualmente attivare le Cac. L'ipotesi peggiore è che la partecipazione volontaria allo swap sia inferiore al 75%, e, in aggregato, meno del 75% degli obbligazionisti esprima un parere favorevole all'attivazione delle Cac. «In questo caso, il governo non attuerà lo scambio e si aprirebbe la strada per un default disordinato», conclude Guida. Facendo della Grecia un nuovo caso Argentina. Chi invece ha accettato lo scambio, anche se in possesso di una sola

emissione, verrà rimborsato con nuovi 24 titoli: per ogni mille euro di nominale investito, otterrà due bond del fondo SalvaStati (Efsf), con scadenza a 12 e 24 mesi, per un importo complessivo di 150 euro; altri 315 euro distribuiti su 20 emissioni del governo greco, con scadenza dal 2023 al 2042 e cedola crescente (step-up), dal 2% al 4,3%. Uno zero coupon a sei mesi emesso dall'Efsf per gli interessi maturati fino al 24 febbraio 2012 e, infine, un titolo indicizzato al pil greco.

Sullo sfondo resta inoltre lo spettro dei Cds (Credit default swap) sul debito greco: le clausole di questi contratti assicurativi, per un valore netto di 3,2 miliardi di dollari, potrebbero scattare con l'attivazione delle Cac, generando un pericoloso effetto domino il cui impatto sul sistema finanziario è ancora tutto da verificare.

PierEmilio Gadda