

Mr. Peter A. Nikitaidis
*Partner Reinsurance
 Company of the U.S.*



Le Opzioni “Catastrofali”

Buongiorno, sono molto contento di essere qui, grazie di avermi invitato. Sono responsabile dell'unità New Solution della Partner Re, che è un riassicuratore che opera dal 1993. Siamo forse gli unici veri riassicuratori internazionali, in quanto non abbiamo una sede nazionale ma una vera società internazionale nella quale lavorano 300 francesi, 200 svizzeri, oltre a diversi inglesi ed americani. Abbiamo uffici in Oriente e quattro sedi di sottoscrizione, Zurigo, Parigi, New York e Bermuda.

Faccio una piccola premessa perché mi rendo conto che la tecnica di cui parlo oggi forse non sarà completamente applicabile alla vostra attuale realtà economica. Sto per parlare di una tecnica bancaria applicata al campo assicurativo e riassicurativo. Mi ricordo quando nel 1984 spiegavo al tesoriere di City Bank come si fa uno swap: sembrava una cosa molto difficile, ma ora è storia. Oggi siamo non so a quante migliaia di miliardi di swap e di opzioni. Quindi nel mercato la velocità dei cambiamenti è davvero notevole. Ho cominciato a lavorare nel mercato assicurativo nel 1994 a Londra, e proprio in questo campo ho visto la convergenza di tecniche bancarie, investment bank ed operazioni di borsa con l'assicurazione, evolversi a una velocità rapidissima.

Oggi parleremo delle obbligazioni a base di rischio catastrofale come se esistessero da molti anni. In questo momento, nell'after market, vengono scambiati cat bonds, cioè obbligazioni a rischio catastrofale, per più di un miliardo di dollari. Considerate che i primi cat bonds sono del 1996. La mia azienda nel 1996 è stata il fautore del primo cat bond per una somma di dieci milioni di dollari.

Quindi vi spiego una tecnica che può andare bene per il mercato: credo che in questo mondo attuale la convergenza, la globalità e la tecnologia facciano sì che il mercato nazionale non si isoli, ma impari rapidamente ad adoperare nuove tecniche. Il primo concetto che vorrei spiegarvi è la tecnica di opzione a base di rischio catastrofale. Essa si fonda sul principio che quando abbiamo un portafoglio di rischi ed intendiamo diversificarlo ed introduciamo rischi che non sono correlati a rischi del portafoglio principale, possiamo spingere in su il livello di rendita, cioè eleviamo la resa del portafoglio senza che ci sia un incremento del rischio nella stessa misura. Questa è la cosiddetta frontiera di efficienza: vuol dire più resa e meno rischio.

Qual è l'attrazione del cat bonds? Perché gli investitori si sentono spinti a venire nel nostro campo assicurativo e riassicurativo, che è un campo molto tecnico, molto differente dalla Borsa? Perché abbiamo parità di informazione analitica ed offriamo agli investitori gli stessi risultati dei modelli analitici che compriamo da società che da anni hanno servito il settore assicurativo. Abbiamo quindi un terzo polo, analitico, che serve questo mercato degli investitori, e rende anche equilibrato il campo della competitività. Per darvi un piccolo esempio: Warren Buffet che è capo di “Berkshire Hataway” odia i cat bonds.

Ogni anno fa la sua relazione agli azionisti, e dice “Quali sono quei dementi di investitori che comprano i cat bonds? Non sanno un tubo del rischio”. Lui nel 1998 ha comprato un layer del programma CEA, di un miliardo e mezzo di dollari. Ha riscosso un premio del 9,8%, quindi ha guadagnato 147 milioni per avere accettato il rischio, per tre anni, di coprire l'eccedenza dei danni da terremoto in California, per oltre i sette miliardi di dollari.

Lo stesso pomeriggio in cui veniva annunciata questa sottoscrizione, il valore della "Berkshire Hataway" salì di 400 milioni di dollari.

Come si descrivono queste opzioni catastrofali? E' l'acquisto da parte di un assicuratore o di un riassicuratore del diritto di un pagamento di un capitale in cambio del pagamento di un premio anticipato. Il meccanismo di attivazione del pagamento è il verificarsi di un evento catastrofico predefinito entro un arco di tempo già stabilito, collegato a un indice obiettivo dei danni subiti dal mercato. Vediamo ora lo schema di una cat option: gli investitori sono dei sottoscrittori di una opzione che viene definita e ridotta ad un contratto da un intermediario che può essere un broker, un ente assicurativo. Ma potrebbe essere qualsiasi soggetto, perché queste sono opzioni over the counter, e pertanto non sono tutelate e regolamentate. Il rischio viene analizzato dall'investitore che vende l'opzione. L'intermediario vende la stessa opzione all'assicuratore, paga il premio trattenendo la provvigione e trasmette il guadagno all'investitore.

Quali sono i vantaggi delle cat option? Quando si sottoscrivono i cat bonds, obbligazionari, bisogna versare dei soldi, in questo caso invece non si versano soldi, si fa un impegno. Poi i costi sono molto più bassi, ad esempio non ci sono spese legali esterne. Quando si fa l'operazione cat bond bisogna costruire una società ad hoc che abbia tutte le protezioni: quindi non si tratta di un accordo tra due controparti. La rendita degli investitori con un'opzione può essere più bassa perché i costi sono molto bassi, forse il cat bond coupon più economico è costato 3,80; mentre molte opzioni catastrofali sono state vendute a 2,50, 2,1 ed anche a 2. L'ultimo cat bond in cui sono stato coinvolto è costato circa 700/800 mila dollari; la maggior parte delle spese erano legali. Adesso per un'opzione abbiamo solo la spesa dell'analisi dei modelli analitici, che oggi potrebbe essere sui 50mila dollari. Il dubbio più grande dell'investitore quando entra in questo campo assicurativo e calcola se conviene accettare questi rischi, deriva dalla non conoscenza del settore. Quando si fa un'opzione catastrofale essenzialmente si elimina il "moral hazard" perché ci sono dei

danni per il settore per i quali non conta la politica della società assicurativa. Altra cosa da notare: le informazioni sono trasparenti per i cat bonds, c'è parità di informazione per gli investitori. Altri vantaggi: sono molto semplici, la documentazione è molto ridotta, con contratti di una pagina e mezza o due pagine, che vengono conclusi per fax. Si opera al telefono o per fax, e nel giro di dieci giorni si conclude. Normalmente si manda una bozza del contratto alla controparte, che lo studia un giorno o due, e alla società che elabora i modelli analitici, il cui compenso è a carico di noi operatori ed organizzatori dell'operazione. Poi firmiamo il contratto e, dopo che i premi vengono scambiati, redigiamo una lettera conforme all'accordo Isda. Ci sono voluti cinque anni per fare questo accordo, in vigore dal 1993, e siglato da tutte le banche del mondo. Facciamo una lettera referenziata al nostro contratto, che è legato anche all'Isda. La velocità di esecuzione è elevata: dieci giorni al posto di tre, quattro mesi. E' molto simile al contratto assicurativo, perché c'è un premio pagato in anticipo, non è tutelato dalla Borsa e assicura riservatezza, in quanto i contratti non vengono pubblicati.

Quali sono invece gli svantaggi? Ci può essere l'esposizione al rischio crediti di chi ha venduto l'opzione: proprio per questo sulla piazza Newyorchese e a Londra, se il venditore ha meno di un indice di rating A, il contratto non viene concluso. Oppure si può pensare di fare anche una lettera di credito presso una banca, ma il costo crescerebbe di uno 0,50 che potrebbe rovinare l'economia dell'operazione. Quindi questa è una tipica operazione che viene fatta tra grosse società. L'altro aspetto da notare è la differenza tra i danni al settore che vengono mostrati dall'indice e i miei rischi, i miei danni, che possono essere maggiori. Se ho una concentrazione del rischio geografico e del settore non posso essere coperto da un indice che tratta il mercato globale.

Ancora svantaggi: non si può controbilanciare in bilancio un'operazione così come se fosse un contratto riassicurativo, in quanto gli enti che tutelano i campi non consentono di riconoscere questo tipo di agevolazione. Quindi per grosse società che hanno enormi bilanci,

fare un'operazione da 100 milioni di dollari è irrilevante, mentre per le piccole società non è conveniente, perché non si potrebbe portare la posizione netta in bilancio. Altri svantaggi: se facciamo un'opzione non indicizzata ma legata ai danni veri di una società specifica è necessaria la licenza per operare come ente assicurativo in quel mercato. Se invece si opera off shore non c'è controllo in assoluto. Facciamo ora l'esempio di un'operazione: compro un'opzione al prezzo 10 e vendo a 15, quindi limito il mio rischio a 5, adopero l'analisi modellistica esterna. C'è un altro fenomeno qui: abbiamo visto negli Stati Uniti, in occasione del terremoto nel 1993, che i danni da 3 miliardi dopo 15 mesi erano saliti a 12,5 miliardi; quindi abbiamo un meccanismo che fa slittare il tempo della maturità del contratto, man mano che l'avvenimento catastrofale è più grande. Un esempio: noi compriamo da una società un modello che ci dice che la perdita matematica attesa sarebbe 1.09, noi come investitori possiamo paragonare questo rischio ai nostri investimenti quotidiani: questo è lo slittamento. Se abbiamo avuto un uragano che ha fatto 8 miliardi di danni allora la maturità del contratto slitta fino a un anno.

Prendiamo altre operazioni che sono state realizzate: quella delle alleanze è molto interessante. Non si tratta di un'opzione catastrofale, bensì di un'opzione sulla capacità catastrofale, in quanto qui l'alleanza è disposta a pagare 0.49 per tre anni, e se l'evento effettivamente si realizza, se si subisce un danno oltre x , allora il sottoscrittore dell'opzione è obbligato a rendere la capacità, quindi rimane a rischio per tre anni. Se poi supera un altro grado di rischio, definito in termini di danni o perdita all'alleanza, per altri tre anni deve essere disposto a sborsare i soldi dei danni.

Guardiamo ora le opzioni catastrofali non pubblicizzate: anche questo è un vantaggio, perché se si sottoscrive un'operazione obbligazionaria in venti, ognuno sa chi sono gli altri sottoscrittori, mentre la cat option è completamente riservata, non c'è alcuna forma di pubblicità. È interessante notare che, dopo il crack del 1998, i mercati erano molto disorientati. Abbiamo parlato con un operatore di

Borsa e gli abbiamo detto che l'ultima volta che questo rischio si è verificato, eravamo nel 1814, a Saint Louis ed ecco che lui decide di comprarlo. Ci sono degli operatori in questo campo, i borsisti, i cow boy della sala cambi, che comprano tutto.

Chi sono gli investitori nei cat bonds? Sono gli stessi identici investitori delle cat options, normalmente enti assicurativi, banche d'investimento, gestori di grossi fondi, grossi assicuratori di rischi vita. Qual è la loro motivazione? Se io ti dò l'analitica che dimostra che il rischio è, ad esempio, l'1%, cioè una probabilità dell'avvenimento in cento anni, esso può essere paragonato ad un'obbligazione classificata dalla S & P's BB; allora posso fare un paragone tra questi due rischi che sono matematicamente uguali, ma mentre quello della Borsa lo tratto da anni, ho fiducia, questo è un nuovo campo e se mi danno tre quattro volte quello che prendo per il rischio molto familiare, allora prendo quello. Tre o quattro volte la rendita su cat bonds e cat options in paragone con i rischi delle obbligazioni nazionali.

Qual è la motivazione principale dell'investitore? Molti investitori sono solo spinti dall'idea delle grosse somme di liquidità, guardano il paragone tra qual è la resa tra l'obbligazione della categoria BB e le opzioni e obbligazioni catastrofali. Se mi danno tre volte per lo stesso rischio, lo compro, e quando mi danno due e mezzo lo vendo. Quindi vogliono liquidità, anche i grossi fondi. Le cat options vengono eseguite tra questi grandi operatori che già capiscono le obbligazioni cat e sono disposti a operare per importi minori. Oggi riscontriamo la securitization dove ci sono concentrazioni di grossi rischi, in California, Florida, Francia, Inghilterra, Giappone, e recentemente anche Monaco, poiché lì si possono fare benissimo queste operazioni.

Quali sono i rischi aggiuntivi che non abbiamo già affrontato? Tempo: è un mercato da tre miliardi di dollari, partito da zero due anni e mezzo fa. Volumi: ci sono state operazioni fatte in Australia o negli Usa secondo indici elaborati con dati che vanno indietro di 80 anni, unendo tempo e volume della raccolta per linee aeree perdute o inqui-

namento marino. Ci vogliono dieci anni di dati, informazioni correnti, e anche altri studi se sono disponibili. In conclusione, le opzioni catastrofali sono efficienti, costano meno delle obbligazioni, non sono tutelate da enti governativi, se si opera off-shore si può fare quello che si vuole, completamente in libertà. La disponibilità di modelli analitici più robusti favorisce questa tecnica. Noi crediamo che altri tipi di rischi, oltre le cat, saranno soggetti a questa tecnica, e nonostante i banchieri di Wall Street siano i leaders, credo che anche i broker possano giocare un ruolo molto importante.