

Unipol e il peso dei titoli strutturati sugli investimenti

Bilanci pre-fusione. La ricostruzione

I titoli strutturati di Unipol

Dati in milioni di euro

Gerarchia del fair value	31/12/2012			11/11/2013		
	Val. di carico	Val. di mercato	Plus/Minus	Val. di carico	Val. di mercato	Plus/Minus
Livello 1	2.311	2.341	30	2.097	2.266	169
Livelli 2 e 3	5.295	4.741	-554	4.535	4.172	-363
TOTALE	7.606	7.082	-524	6.632	6.438	-194

Fonte: presentazione Unipol

di **Fabio Pavesi**

C'è una ragione, una qual-sivoglia logica perché una grande compagnia assicurativa investa oltre un terzo del suo portafoglio in titoli strutturati, derivati cioè di complessa fattura e con rischi amplificati rispetto a normali investimenti in azioni o BTp? Apparentemente nessuna. Eppure per Unipol, caso unico tra gli assicurativi, mettere 7,6 miliardi dei premi incassati in un enorme paniere di derivati, molti dei quali del tutto illiquidi cioè senza un prezzo di mercato era normale.

Il peso dei derivati

Ecco perché l'inchiesta del Pm Luigi Orsi e la spaccatura feroce dentro la Consob sul reale valore di quelle poste a bilancio non deve sorprendere più di tanto. Ancora a fine 2012, infatti, a fusione già partita con l'ex galassia assicurativa dei Ligresti, Unipol aveva a bilancio strutturati per 7,6 miliardi di cui oltre 5 miliardi classificati a livello 2 e 3, cioè di fatto senza prezzi accertati dal mercato.

Un'enormità, visto il volume totale di investimenti normali (titoli di Stato italiani e azioni) per poco più di 20 miliardi. Cinque miliardi di dubbia valutazione su un attivo di 40 miliardi

che poi salirà a 80 miliardi post-fusione con FonSai e Milano assicurazioni. Ma soprattutto con un patrimonio netto ante-fusione di poco più di 3 miliardi.

Il confronto

Tanto per fare un confronto le Generali hanno attività investite per oltre 300 miliardi, cioè oltre 10 volte più della vecchia Unipol e i titoli di livello 3 cioè i più illiquidi valgono solo 7,5 miliardi poco più del 2% del portafoglio quando Unipol sfiora il 30%. Dieci volte più piccola quanto a portafoglio investito ma con derivati e compagnia al 30% del portafoglio. O a Generali sono particolarmente prudenti, vien da pensare, o sono quelli di Unipol ad aver preso rischi oltre misura. Non è finita. Basta guardare Fondiaria Sai, oggi incorporata nella grande Unipol. Nel 2012 la ex FonSai dei Ligresti, pur fiaccata dalle manovre dissipatorie della famiglia aveva titoli di livello 3 (i più tossici) di soli 2,9 miliardi su un totale attività per investimenti per 28 miliardi. Siamo al 10% del portafoglio assai lontani da quel 30% del compratore Unipol.

Ma Unipol è anomala non solo a confronto con le altre compagnie italiane. Pensiamo al colosso tedesco Allianz. Lontano mille chilometri dalla compa-

gnia bolognese quanto a dimensioni, ha tuttora in portafoglio titolo di livello 3 che sono solo il 2,1% del totale. Un'inezia rispetto all'Unipol sotto indagine.

Ebbene quanto valevano davvero quegli strutturati di Unipol? Questa è la domanda chiave che ha impegnato la Consob in un duro scontro interno con il responsabile analisi quantitative dell'Autorità Marcello Minenna che valutava una differenza negativa tra i 592 e i 647 milioni di euro.

Le minusvalenze accertate

Ma è la stessa Unipol a dire che quei titoli avevano minusvalenze importanti. In un documento di presentazione, Unipol dichiara che a fine 2012 sui 7,6 miliardi di strutturati c'era una minusvalenza di 524 milioni, rispetto a valori di mercato, dedotti in realtà dalla stessa Unipol. A novembre del 2013, sempre come riporta il documento della compagnia bolognese, la massa dei derivati è scesa a 6,6 miliardi con minusvalenze ancora presenti. In misura minore ma comunque per un valore stimato di 194 milioni.

Il tempo sembra quindi giocare a favore di Unipol che in parte sta rivendendo i derivati. Le perdite incorporate sembrano scendere più il tempo

scorre. Ma sono comunque stime perché di fatto il prezzo di valutazione è fatto dagli stessi vertici di Unipol, mancando un mercato che assegni prezzi non aleatori. Ora con le minori perdite potenziali e con la mega-fusione, il capitale e la massa dell'attivo sono raddoppiati consentendo di annacquare in un bilancio più grande la grana degli strutturati. Ma questo non cambia il quesito iniziale che ha portato all'inchiesta e che sta facendo rispulciare in questi giorni i conti della società assicurativa bolognese pre-nozze con Fonsai e Milano. Quale era il vero valore di quel portafoglio? Se è stato tenuto artificialmente elevato ha inficiato (alzandoli) i valori di patrimonio di Unipol e di conseguenza i concambi della fusione, avvantaggiando Unipol a scapito degli azionisti di Fonsai e Milano. Sarà la Procura a doverlo dimostrare.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

