

## Come funzionano i CDS: l'esempio della Grecia

di Daniel Munevar<sup>1</sup>

Alla fine degli anni '90, una divisione della JP Morgan ha elaborato un meccanismo finanziario concepito in special modo per proteggere i detentori di titoli o di altri strumenti finanziari dalle perdite dovute a un possibile default. In meno di un decennio, questo strumento dal nome *Credit Default Swap (CDS)* non è più un'oscura invenzione dell'ingegneria finanziaria, ma costituisce oggi uno degli strumenti prediletti dalla speculazione finanziaria su grande scala.

Da qui la necessità di comprendere il funzionamento e il ruolo centrale di questo strumento nelle discussioni sulla crisi del debito sovrano in Europa.

In termini pratici, un CDS funziona come un'assicurazione su uno strumento finanziario. Come per le normali assicurazioni, un'entità che ricerchi una protezione su un attivo (credito o titolo) si impegna ad effettuare pagamenti regolari in cambio di una protezione in caso di default. Esiste tuttavia una differenza fondamentale rispetto alle tradizionali assicurazioni. Per ottenere una assicurazione tradizionale è infatti necessario essere il proprietario dell'attivo per il quale si richiede la protezione. Una persona può per esempio chiedere un'assicurazione su una casa o un'auto che le appartiene, ma non può fare lo stesso per la casa o l'auto del suo vicino. Questa impossibilità impedisce la creazione di incentivi perversi che incitano alla distruzione della proprietà altrui. Se per qualcuno fosse possibile acquistare un'assicurazione sull'altrui proprietà, in questo caso del vicino, sarebbe nell'interesse di costui incendiare l'auto o la casa del vicino per ottenere la compensazione monetaria dell'assicurazione. Ora, questo genere di risultato sarebbe chiaramente indesiderabile tanto dal punto di vista individuale che sociale.

Tuttavia, un'impossibilità di questo tipo non esiste nel caso dei CDS. Qualsiasi persona o entità può infatti acquistare e trasferire un CDS anche senza essere proprietario del credito o del titolo legato a questo strumento finanziario. Da questa caratteristica dei CDS ne discendono due conseguenze. In primo luogo, i CDS differenziandosi dalle assicurazioni e dai derivati finanziari tradizionali riescono a sfuggire alla regolazione stabilitasi per gli altri due settori e si convertono di fatto in una sezione particolarmente opaca dei mercati finanziari internazionali. In secondo luogo, l'acquisto o la vendita di posizioni su un attivo finanziario che non si possiede facilita la speculazione per degli importi che a volte possono essere anche multipli dell'attivo di riferimento. Il collasso dei titoli subprime negli Stati Uniti illustra bene questa possibilità. I CDS hanno potuto realizzare delle scommesse speculative di miliardi di dollari su delle ipoteche che ne valevano milioni, consentendo una speculazione esponenziale sulle suddette ipoteche e provocando in ultima istanza delle ingenti perdite dovute alla caduta del loro valore.

A fronte del crollo di questo segmento di mercato e della logica irrefrenabile del capitalismo finanziario nel mantenere una crescita ad un tasso di interesse composto, i CDS hanno cominciato ad essere copiosamente utilizzati in altri settori dei mercati finanziari. Uno dei segmenti più dinamici dopo la crisi del 2008 è stato quello dei CDS sul debito sovrano europeo, per i quali si stima si siano raggiunte delle posizioni lorde superiori ai 1000 miliardi di dollari. Di fatto, come sottolinea Michael Lewis nel suo ultimo libro *Boomerang*, sono stati gli stessi individui e istituzioni che più hanno guadagnato dall'acquisto dei CDS legati al sistema delle ipoteche negli Stati Uniti, i primi ad acquistare posizioni significative di debito sovrano dei paesi della zona Euro attraverso questo stesso strumento. Così come l'euforia speculativa negli Stati Uniti venne facilitata dall'indebitamento delle famiglie americane al di là delle proprie possibilità finanziarie, la prosperità recente di paesi come la Spagna e l'Irlanda risultò dalla capacità del settore finanziario

---

<sup>1</sup> Daniel Munevar, economista, è membro del CADTM Colombia e della coordinazione del CADTM Abya-Yala Nuestra America

privato di questi paesi ad accumulare debiti superiori alla ricchezza nazionale prodotta. In entrambi i casi, i CDS, finanziariamente insostenibili, sono diventati il mezzo attraverso cui gli speculatori hanno accumulato dei profitti paragonabili all'utile che - nel mondo assicurativo- deriverebbe dalla distruzione della casa del vicino.

Un caso utile per comprendere il funzionamento dei CDS e i problemi da essi generati è l'evoluzione di questi strumenti nel caso del debito pubblico greco. Dopo l'esplosione finanziaria a Wall Street nel settembre 2008, ci fu una crescita inedita delle posizioni nette dei CDS sul debito pubblico greco, le quali nel 2009 aumentarono per un valore superiore ai 2 miliardi di dollari, il che vuol dire più del 35%. E' importante ricordare che in questo periodo si faceva costante riferimento alla capacità dell'euro di proteggere i suoi membri più deboli dagli attacchi speculativi. Il costo dell'acquisto di una protezione contro un default di debito greco era allora sufficientemente basso, intorno ai 10 punti base. L'acquisto di una protezione su 100 milioni di euro di debito greco costava 10 milioni di euro per l'intero periodo contrattuale, che per i CDS è di 5 anni, per un totale quindi di 2 milioni di euro per anno per il mantenimento del CDS. In questo modo, le entità che entrarono sul mercato in quel momento poterono realizzare una scommessa per la quale se la Grecia avesse continuato a pagare durante il periodo 2009-2014 essa poteva perdere un massimo di 10 milioni di euro, l'equivalente del costo dell'assicurazione. Se in caso contrario, essa fosse andata in default o avesse ristrutturato il suo debito, gli utili dei possessori dei CDS potevano arrivare a 100 milioni di euro, il pagamento dell'indennità del CDS equivalente a 1000% del rischio assunto (nel caso in cui il compratore del CDS non detenesse i buoni del Tesoro che assicurava).

A fronte di una tale prospettiva di guadagno, non ci si sorprenderà nell'apprendere che la situazione cambiò radicalmente a partire dal 2010. I tassi di interesse sul debito greco cominciarono ad aumentare considerevolmente nel momento in cui apparve chiaro che il ricorso all'aiuto esterno o a una ristrutturazione per mantenere salve le finanze non era che una questione di tempo. E' in questo periodo infatti, intorno al giugno 2010, che i CDS sul debito greco incominciarono ad impennare significativamente, passando da 10 punti base fino ad arrivare a circa 80 punti base nel febbraio 2012. La probabilità di un default era diventata molto più elevata rispetto a ciò che gli agenti di mercato avevano creduto precedentemente e ciò ebbe degli effetti non solo sui costi delle protezioni ma anche sulla disponibilità delle stesse entità finanziarie ad offrire tali protezioni sotto forma di CDS. Con l'aumento dei prezzi dei CDS sul debito greco, le posizioni nette cominciarono a diminuire. Da un massimo di 9 miliardi di dollari nel novembre 2009, si ridussero progressivamente fino a 3,1 miliardi di dollari nel febbraio 2012. In realtà, i due fenomeni sono legati tra di loro. Il default di pagamento non era che una questione di tempo, e le istituzioni che inizialmente vendevano i CDS cercarono o di trasferire questo rischio a terzi o a giungere direttamente ad un accordo con il compratore iniziale dei CDS per mettere fine al contratto attraverso un pagamento in liquidità, riducendo così i montanti più alti da pagare in caso di default.

La decisione dei compratori di CDS sul debito greco di mettere fine ai contratti in cambio di pagamenti in cash piuttosto che attendere il default, massimizzando così i profitti associati ai CDS, si comprende nel momento in cui si viene a conoscenza che il default era probabile ma non sicuro al 100%. Una volta cominciate le negoziazioni con la Troika in vista di un programma di prestiti di "salvataggio" e di ristrutturazione del debito, non si sapeva se quest'ultima, che avrebbe raggruppato la maggior parte dei creditori, avrebbe potuto essere qualificata come evento relativo al credito attivando così i CDS. La International Swaps and Derivatives Association (ISDA), entità incaricata di decidere in merito all'attivazione e al montante finale di compensazione di un CDS, ha adottato a questo riguardo un atteggiamento ambivalente, fatto che ha generato una grande incertezza. Il dibattito si è spostato sulla possibilità per le autorità europee di arrivare a forzare la mano dell'ISDA e obbligarla a qualificare il processo di ristrutturazione come volontario per evitare di far scattare i CDS al fine di ridurre così l'instabilità dei mercati. Di fronte alla possibilità di ritrovarsi senza alcun profitto, un numero elevato di investitori con delle posizioni in CDS greci

hanno agito come dei professionisti del casinò e hanno convertito i loro titoli in contanti accordandosi con le istituzioni che avevano precedentemente venduto loro questi strumenti.

Un altro gruppo di investitori detentori di posizioni CDS greci ha preferito raddoppiare la messa in acquisto dei titoli del debito pubblico greco. Sebbene questa decisione poteva sembrare a prima vista insensata dato che i CDS rappresentano una scommessa sul non pagamento di questi contratti di debito, l'obiettivo non era in questo caso fare profitti quanto di giungere a far parte del gruppo di investitori che prendono parte alle discussioni tra il governo greco e i detentori privati di titoli prima della ristrutturazione di metà marzo 2012.

Durante le negoziazioni, i possessori di CDS – incontrandosi con altri possessori di titoli- hanno domandato al governo greco di ridurre al minimo i pagamenti derivati della ristrutturazione. La spiegazione di questa situazione paradossale è semplice. Maggiori sarebbero state le perdite per i proprietari dei titoli, più alti i profitti derivati dai CDS.

I possessori di CDS che hanno partecipato alle negoziazioni in vista della ristrutturazione hanno costituito uno dei principali ostacoli al raggiungimento di un accordo mirante ad una ristrutturazione che potesse essere considerata come evento relativo al credito. L'annuncio ufficiale di un accordo sulla ristrutturazione ha avuto luogo il nove marzo. Inizialmente, l'85% dei creditori hanno accettato di scambiare i loro titoli di debito greco con dei nuovi di valore equivalente al 53% ai vecchi. La cifra degli 85% è salita al 95%, grazie all'utilizzo di clausole di azione collettiva (CAC) che hanno obbligato l'altro gruppo di investitori ad accettare lo scambio. L'ISDA ha utilizzato i CAC per qualificare lo stesso giorno (il 9 marzo) lo scambio come evento relativo al credito e attivare i CDS. Questa dichiarazione ha dato luogo all'ultima tappa associata ai CDS, il calcolo dell'ammontare finale da pagare per le entità che vendono le protezioni.

Dal momento che i CDS fanno riferimento al prezzo di altri contratti finanziari come titoli del debito pubblico, il loro valore dipende da ciò che viene chiamato valore di recupero dei contratti dopo la dichiarazione di evento relativo al credito. Ciò significa che a seguito del default, un contratto finanziario conserva un certo valore che dipende dalla probabilità che gli speculatori- per la maggiore fondi avvoltoi- hanno di recuperare una piccola porzione del credito originario. Nei casi di default delle imprese, questa probabilità è relativamente elevata e il recupero rappresenta generalmente tra i 50 e i 70 centesimi per dollaro. Nel caso di default sul debito pubblico, questa cifra è ben più inferiore e ammonta generalmente tra i 10 e 30 centesimi per dollaro. Dal momento che i CDS coprono il valore nominale del titolo, vale a dire 100 centesimi per dollaro, il pagamento finale del CDS risulta dalla differenza tra il valore nominale di origine e il valore di recupero. Nella prospettiva dei detentori di CDS, minori sono i valori di recupero, maggiori sono le perdite e la massimizzazione dei loro guadagni speculativi.

L'ISDA ha il compito di determinare i valori di recupero, e in ultima istanza i pagamenti finali dei CDS, attraverso un'asta sui buoni in default. Queste aste hanno però delle caratteristiche particolari dal momento che i detentori di CDS sono più numerosi dei detentori di titoli. I titoli in default difficilmente convertibili in liquidità circolano di fatto poco sui mercati, per cui le transazioni sul mercato dell'asta sono relativamente deboli se comparate al valore dei CDS. Per la Grecia, l'asta è avvenuta il 19 marzo ed è stata scandita da due fasi. Durante la prima fase, i possessori di titoli in default hanno annunciato il prezzo di vendita e di acquisto ai quali erano disposti a negoziare questi strumenti. Durante la seconda fase invece, i partecipanti hanno dichiarato la propria intenzione a procedere o meno alla vendita o all'acquisto a seguito della determinazione dei prezzi nel corso della prima fase. Durante la vendita del 19 marzo, i titoli venduti hanno raggiunto 291 milioni di euro e il valore di recupero è stato fissato a 21,5 centesimi.

Il valore dei CDS a 78,5 centesimi ha generato delle obbligazioni di pagamento per un totale di 2,5 miliardi di dollari, vale a dire circa 10 volte il valore dei titoli scambiati al momento dell'offerta su

un totale di 3,1 miliardi di dollari di posizioni nette di CDS. Questo vuol dire che per coloro che hanno acquistato CDS prima di giugno 2010 e che hanno mantenuto la loro posizione fino alla fine, questi strumenti hanno prodotto un profitto di...785%!

Con questi profitti colossali non ci si sorprenderà sapere che i CDS siano divenuti lo strumento perfetto per la speculazione finanziaria su grande scala.

La contropartita di questi profitti potenzialmente esorbitanti associati ai CDS è costituita dall'elevato rischio per la stabilità dei mercati finanziari. In primis, perché i CDS, permettendo di creare delle posizioni che rappresentano un multiplo del valore dell'attivo reale a cui fanno riferimento, aumentano in maniera esponenziale le perdite in caso di panico finanziario. Secondariamente, perché i CDS e il meccanismo assicurativo che sottostà ad essi creano soltanto l'illusione di diminuire questo rischio. In realtà infatti, le perdite risultanti da un default si trasferiscono all'entità che ha venduto la protezione sotto forma di CDS. Vale a dire che i guadagni di un CDS dipendono direttamente dalla capacità delle entità che vendono queste protezioni di rispettare i loro impegni. Ma come AIG ha dimostrato nel 2008, in caso di panico finanziario ciò non è possibile. In terzo luogo, il legame tra i CDS e la dichiarazione di evento relativo al credito o il default incentivano comportamenti fraudolenti che portano al crollo delle entità o dei paesi ai quali fanno riferimento.

Se si tengono in conto tutti questi elementi, i CDS dovrebbero, nel migliore dei casi, essere completamente eliminati dai mercati finanziari. Nel peggiore invece essere oggetto di una regolazione in quanto meccanismi di assicurazione, fatto che limiterebbe le posizioni in CDS alle reali posizioni in attivi finanziari. D'altronde, questi meccanismi obbligherebbero le entità attive nella loro vendita ad aumentare significativamente le loro riserve per far fronte alle perdite. Finché misure di questo tipo non saranno prese, l'instabilità finanziaria non potrà che aumentare e la distruzione di interi paesi in nome dei profitti derivati dai CDS diventare un fenomeno consueto dei mercati finanziari.

Traduzione di Chiara Filoni