

Appunti sui CDS

Marco Bondi

1 Definizione e funzionamento

Un **Credit Default Swap** (CDS) è un contratto che viene utilizzato per trasferire il rischio di credito da un soggetto A ad un soggetto C . In parole molto semplici possiamo definirlo come un' assicurazione.

Vediamo il funzionamento passo passo con un esempio:

1. **Situazione di partenza:** L'investitore A presta dei soldi a B comprando una sua obbligazione a 10 anni dal valore di 10.000€. A è preoccupato che B non riesca a restituire il prestito perché teme che nell'arco del tempo possa fallire, 10 anni non sono in fondo un periodo di tempo così breve.
2. **Ricerca di protezione:** Per proteggersi dal rischio di fallimento di B , A si rivolge a C , che è disposto a prendersi questo rischio al posto suo. C non è altro che l'assicuratore che sta appunto fornendo un'assicurazione.
3. **Pagamento per la protezione:** Come per tutte le assicurazioni A paga a C una somma periodica, è quello che nell'ambito assicurativo viene chiamato "premio", ed è il costo la protezione. Nell'ambito dei CDS questo premio viene chiamato in gergo tecnico **credit spread**. In cambio di questi pagamenti, C si impegna a rimborsare A nel caso in cui B fallisca. Se B non riesce a pagare il suo debito, C paga ad A il valore nominale del prestito.
4. **Il contratto:** Questo accordo tra A e C è chiamato Credit Default Swap (CDS). Possono verificarsi due casi:
 - B non fallisce, quindi A paga il premio a C per tutti i 10 anni del contratto CDS. Alla fine A riceve indietro il capitale più gli interessi pagati nel tempo, ma il suo rendimento è inferiore in quanto ad esso va decurtato il pagamento del premio per 10 anni. Se l'obbligazione rendeva 4% ma il contratto CDS prevedeva un premio del 1% annuo allora il rendimento effettivo dell'investimento di A è del 3%.
 - B fallisce, ad esempio, dopo 3 anni. In questo caso A avrà pagato per 3 anni il premio assicurativo, ma al momento del fallimento riceve indietro da C tutto quanto il capitale nominale che aveva assicurato, ovvero 10.000€. I premi già pagati non vengono restituiti, mentre i premi futuri non sono dovuti in quanto si è verificato l'evento di default che conclude il contratto con la restituzione del capitale assicurato.
5. **Caratteristiche:** La durata di un CDS può variare da 2 a 10 anni, ma sono contratti non standardizzati, ovvero creati "su misura" per gli specifici investitori che vogliono tutelarsi dal rischio di credito, quindi le parti possono accordarsi su qualsiasi durata. Essendo contratti non standardizzati sono scambiati sui mercati OTC (mercati non regolamentati e quindi più rischiosi).
Oltre che per proteggersi dal rischio che un azienda B fallisca i CDS possono essere usati per coprire anche il rischio di fallimento degli Stati, e quindi "assicurare" i bond che l'investitore A ha acquistato, in questo caso si chiamano CDS sovrani.

2 Terminologia

Abbiamo visto i soggetti coinvolti, vediamo adesso i termini tecnici con i quali vengono chiamati.

La **reference entity** è l'ente che ha emesso degli strumenti di debito, nel nostro esempio le obbligazioni societarie emesse da *B*, che vengono definite reference obligation.

Il periodo di validità della protezione, nel nostro esempio 10 anni, è detto **termination date**.

Sempre nell'esempio avevamo visto che la copertura data dal CDS scattava in caso di default dell'emittente dell'obbligazione, in realtà ci possono essere varie cause che fanno scattare il pagamento (capitale sociale che diminuisce sotto una certa soglia, rapporto di indebitamento che cresce ecc.) Nel contratto viene nominato un **calculation agent** che verifica se un evento relativo al credito si verifica, definisce anche l'ammontare del pagamento da effettuare al verificarsi di tale evento. Ad esempio nel contratto può essere scritto che al di sopra di un certo rapporto di indebitamento la controparte che ha venduto la copertura paghi il 10% del capitale nozionale investito.

Nella clausola chiamata **restructuring clause** viene invece determinata quale forma di ristrutturazione del debito di *B* rappresenti un evento relativo al credito. Ad esempio una società in difficoltà finanziarie potrebbe decidere di posticipare la scadenza delle proprie obbligazioni e quindi la restituzione del capitale agli obbligazionisti, nella clausola vengono definiti tutti i dettagli relativi a ciò. Essendo un grado di copertura maggiore rispetto al default che è l'atto estremo ovviamente un CDS con questa clausola sarà più costoso.

Altro fattore che incide sul costo del CDS è l'**anzianità del debito** coperto dal contratto. In caso di fallimento della società, le obbligazioni emesse in forma di debito senior hanno la priorità rispetto alle obbligazioni che costituiscono il debito subordinato, altrimenti detto junior, causando un maggiore costo del credit spread del debito junior.

Il fattore che maggiormente influisce sul costo del CDS è il **merito creditizio** della reference entity. Un merito di credito inferiore comporta un rischio maggiore che la reference entity si riveli insolvente e per questo motivo il costo della copertura sarà più elevato perché maggiori sono le probabilità che si verifichi l'evento di insolvenza.

3 Utilizzi dei CDS

La funzione principale dei CDS è la **copertura dal rischio**, trasferendolo da se stessi ad una controparte *C* che decide di prenderselo al posto nostro dietro il pagamento del credit spread (ricordiamo, in parole povere è il premio da pagare). Sono quindi nati per permettere agli investitori di proteggersi dai rischi di fallimento dei loro debitori.

Tuttavia, per scommettere sul fallimento di un'entità, i CDS possono essere usati anche per **fini speculativi** come avviene con le opzioni su azioni (pensiamoci, le opzioni nascono per tutelare da possibili ribassi del mercato, ma il loro utilizzo nel mondo reale è molto spesso speculativo, così come i futures).

E' possibile acquistare un CDS sul mercato dopo che è stato stipulato, ma non per volere la copertura ma perché si pensa che l'azienda subirà un downgrade del merito creditizio, ciò farà aumentare il costo del CDS e lo speculatore lo rivenderà a prezzo più alto. Dall'altro lato invece avremo un venditore di CDS che invece pensa il contrario, ovvero che il merito dell'azienda si alzerà. Questa operatività è comunque molto rischiosa a causa dell'elevata volatilità di questi strumenti quando cambiano in maniera repentina i fondamentali dell'azienda.

I CDS usati in maniera speculativa sono stati una delle cause principali della crisi dei subprime.

4 Critiche

Warren Buffett nel 2002 ha definito i derivati come armi finanziarie di distruzioni di massa.

«Se i contratti derivati non vengono collateralizzati o garantiti, il loro reale valore dipende anche dal merito di credito delle controparti. Allo stesso tempo, comunque, prima che il contratto sia onorato, le controparti registrano profitti e perdite -spesso di enorme entità- nei loro bilanci senza che un singolo centesimo passi di mano. La varietà dei contratti derivati trova un limite solo nell'immaginazione dell'uomo o talvolta, a quanto pare, del folle)»

Secondo il finanziere **George Soros**, questi strumenti dovrebbero essere banditi a causa degli svantaggi che superano i vantaggi.

Gli svantaggi consistono sostanzialmente in:

- **Amplificazione del rischio:** I CDS possono amplificare le perdite e creare effetti a cascata come nella crisi del 2008, questo perché dobbiamo ricordare sempre che sono dei contratti, e come tutti i contratti possono avere mille clausole.

Immaginiamo che *B* abbia emesso obbligazioni per un valore di 100, il mercato dei CDS può essere enormemente più grande, avendo un valore, ad esempio, di 1.000. Questo può accadere per varie ragioni.

Innanzitutto *A* può decidere di assicurarsi non solo per il valore dell'obbligazione ma per un valore superiore, ad esempio 200. Questo perché pensa che la possibilità di default sia molto alta e quindi è disposto a pagare il doppio del premio pur di star tranquillo. Oppure, potrebbero esserci fini speculativi, immaginando un default uno speculatore *S* acquista CDS per un valore di 500. In questo modo paga un premio molto alto, ma se davvero l'azienda fallisce lui ha fatto un profitto enorme.

Possiamo anche avere delle clausole contrattuali che costringono gli investitori di aumentare il loro impegno in caso di difficoltà finanziarie del debitore.

Come abbiamo visto il valore dei CDS in circolazione può essere molto più grande di quello del reale debito, ma c'è di più!

Immaginiamo che ad un certo punto il rating creditizio di *B* diminuisca, cosa succede? Il valore delle obbligazioni inizierà a diminuire perché è più difficile che vengano rimborsate, passando magari da 100 a 70. Cosa accade invece al prezzo dei CDS sul mercato? Esso aumenta in quanto sta aumentando la probabilità di default e quindi il costo per assicurarsi cresce. Siamo quindi in una situazione dove il valore dell'obbligazione adesso è 70, il valore nominale del CDS è 100 e sta pure crescendo di valore nel mercato, aumentando ulteriormente questa distanza.

Ciò è quanto accaduto nel 2008, con le obbligazioni subprime che cadevano a picco e il valore dei CDS che aumentava a dismisura. Il valore è aumentato così tanto che, quando i default si sono effettivamente verificati, le compagnie di assicurazione non avevano materialmente i soldi per rimborsare tutti quanti. C'erano in giro obbligazioni per un valore di 100, ma le società avrebbero dovuto restituire 1.000 vista l'ampiezza che aveva assunto il mercato di questi derivati, anche per fini speculativi. Ricordiamoci infatti che le assicurazioni sanno che, a livello statistico, avranno un tot di assicurati da rimborsare, ma il valore dei premi incassati da tutti gli altri che non vanno rimborsati andrà a compensare questa uscita. Se però le persone da rimborsare aumentano a dismisura ed il valore del rimborso pure l'assicurazione non ha i soldi per risarcire tutti.

- **Pricing anomalo:** Il pricing anomalo si verifica quando il prezzo di un CDS non riflette accuratamente il rischio effettivo di insolvenza del debitore sottostante.

Una delle variabili importanti che determina il prezzo di un CDS è lo spread dell'obbligazione sottostante, ovvero la differenza di rendimento tra l'obbligazione e un titolo privo di rischio (come i titoli di Stato). Lo spread dell'obbligazione è influenzato da una varietà di fattori (rischio di credito del debitore, condizioni economiche generali, domanda e offerta di obbligazioni ecc). Tuttavia questo spread non riflette accuratamente il rischio di insolvenza, potremmo avere una situazione in cui lo spread è basso perché l'obbligazione è garantita da qualche

governo...per poi scoprire che il governo che la garantisce è il Burundi (con tutto il rispetto per i burundesi). Abbiamo uno spread basso ma un rischio insito nell'obbligazione più alto. Essendo che il prezzo del CDS è basato solo sullo spread dell'obbligazione (e non sul rischio insito di default) li troviamo prezzati sul mercato ad un prezzo sottovalutato rispetto al rischio effettivo di insolvenza, creando un incentivo alla speculazione su eventi negativi.

- **Crisi finanziarie:** I CDS hanno contribuito alla crisi dei mutui subprime negli Stati Uniti. Le perdite elevate sui CDS hanno portato al fallimento di interi istituti finanziari e hanno richiesto interventi governativi per stabilizzare il sistema finanziario.
- **Complessità:** Come detto prima i CDS sono strumenti finanziari complessi che possono essere difficili da comprendere per gli investitori vista anche la lunghezza e la specificità dei contratti. Questo può portare a decisioni di investimento sbagliate e a perdite elevate.
- **Mancanza di trasparenza:** Il mercato dei CDS è spesso opaco, con informazioni limitate sulla quantità di CDS in circolazione e sui rischi associati. Questo può aumentare il rischio di instabilità finanziaria.