

# Credit Default Swaps

Caratteristiche contrattuali,  
procedure gestionali e strategie operative

**Paolo Tradati**



I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it) e iscriversi nella home page al servizio "Informatemi" per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità o scrivere, inviando il loro indirizzo, a "FrancoAngeli, viale Monza 106, 20127 Milano".



**Paolo Tradati**

# Credit Default Swaps

Caratteristiche contrattuali,  
procedure gestionali e strategie operative



FRANCOANGELI

Progetto grafico di copertina di Elena Pellegrini

Copyright © 2011 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

*L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it)*

---

# Indice

<b>Introduzione</b>	pag.	9
<b>1. Il mercato dei derivati su credito</b>	»	13
1.1. Le origini: il derivato come assicurazione dal rischio di credito	»	13
1.2. Gli attori	»	15
1.2.1. I market makers	»	15
1.2.2. I market users	»	17
1.2.3. Gli utenti finali	»	17
1.3. Le ragioni dello sviluppo	»	19
1.3.1. Gli anni delle origini	»	20
1.3.2. Lo sviluppo esponenziale	»	21
1.3.3. Il picco del 2008 e la crisi	»	24
1.3.4. Il trend attuale	»	27
Riferimenti bibliografici	»	28
<b>2. Il Credit Default Swap</b>	»	29
2.1. Gli elementi fondamentali del contratto	»	29
2.1.1. Il contratto	»	29
2.1.2. Le parti del contratto	»	31
2.1.3. La reference entity	»	31
2.1.4. La reference obligation	»	33
2.1.5. Date e scadenze	»	33
2.1.6. Nozionale del contratto	»	35
2.1.7. Struttura del debito assicurato	»	36
2.1.8. I flussi	»	36
2.1.9. Le obbligazioni consegnabili	»	37
2.2. I rischi coperti	»	38
2.2.1. Bancarotta	»	39
2.2.2. Failure to pay	»	39

2.2.3. Accelerazione dell'obbligazione e suo default	pag.	40
2.2.4. Moratoria e repudiation	»	40
2.2.5. Ristrutturazione	»	41
2.2.6. Downgrade	»	43
2.2.7. Altri eventi minori	»	43
2.2.8. Un riassunto	»	44
Riferimenti bibliografici	»	46
<b>3. Il prezzo dei CDS</b>	»	47
3.1. Un modello di replica	»	47
3.2. I contributori e i fornitori dei prezzi	»	49
3.3. Modifiche nelle convenzioni di pricing	»	54
3.4. La funzione CDSW	»	60
Riferimenti bibliografici	»	67
<b>4. Il default</b>	»	69
4.1. Differenti tipi di settlement	»	69
4.2. La procedura di accertamento	»	70
4.2.1. Notifica e informazioni pubbliche disponibili	»	70
4.2.2. Notifica di regolamento fisico o cash	»	70
4.2.3. La consegna dei bond defaultati	»	71
4.3. Verso il cash settlement	»	72
4.3.1. Le prime aste	»	72
4.4. L'asta marginale nella sua versione attuale	»	73
4.4.1. Prima fase e internal market midpoint	»	74
4.4.2. Seconda fase e prezzo finale d'asta	»	75
4.4.3. Un caso concreto: l'asta Lehman Brothers	»	76
Riferimenti bibliografici	»	80
<b>5. Gli indici credito</b>	»	81
5.1. Le origini: alla ricerca di strumenti sintetici	»	81
5.2. Gli indici iTraxx	»	82
5.2.1. Caratteristiche comuni	»	82
5.2.2. In caso di default	»	84
5.2.3. La procedura di roll dell'indice	»	84
5.2.4. Il concetto di skew	»	86
5.2.5. Prezzare un indice in una negoziazione	»	87
5.3. Regole di composizione dei principali indici europei	»	90
5.3.1. iTraxx Main Europe	»	90
5.3.2. iTraxx High Volatility	»	92
5.3.3. iTraxx Crossover	»	93
5.3.4. iTraxx Sovereign	»	94
5.3.5. iTraxx Sub-indexes	»	95
Riferimenti bibliografici	»	97

<b>6. Cenni su prodotti di credito strutturati</b>	pag.	99
6.1. CDO: Collateralized debt obligations	»	99
6.2. Tranches standard su indici iTraxx	»	109
6.3. Basket di credit default swaps	»	110
6.4. Opzioni su credit default swaps	»	115
Riferimenti bibliografici	»	122
<b>7. Curve Trading e strategie di mercato</b>	»	123
7.1. Il cds oggetto di trading autonomo	»	123
7.2. I determinanti della curva cds	»	125
7.2.1. Modifiche assetti societari	»	128
7.2.2. Mutamenti delle condizioni macroeconomiche	»	128
7.2.3. Situazioni di stress idiosincratico	»	128
7.3. L'implementazione dei trades di curva	»	129
7.3.1. Strategie a duration neutra	»	129
7.3.2. Strategie a duration non neutra	»	131
7.4. La valutazione dei trades di curva	»	137
7.4.1. Time decay, carry e roll down	»	137
7.4.2. Convessità	»	138
7.4.3. Costi di transazione	»	139
7.5. Gli indici di credito e i trades di curva	»	140
7.6. I trades sulla struttura del debito	»	144
7.7. I trades di relative value	»	147
7.8. Alcuni esempi di index trades	»	149
7.8.1. Compression/decompression trades	»	150
7.8.2. Skew trades	»	151
7.9. Altre tipologie di trading	»	153
7.10. La chiusura della posizione	»	153
Riferimenti bibliografici	»	155
<b>8. Basis trading</b>	»	157
8.1. Definizione di base e sue misurazioni	»	157
8.2. Basi negative: le origini e le cause	»	160
8.2.1. Funding	»	161
8.2.2. Delivery option	»	161
8.2.3. Leverage	»	162
8.2.4. Nuove emissioni	»	162
8.2.5. Repo	»	163
8.2.6. Default tecnico	»	163
8.2.7. Non consegnabilità	»	163
8.2.8. Prezzo del bond	»	164
8.2.9. Step up	»	164
8.2.10. Rischio controparte	»	165

8.3. Basi negative: un po' di storia	pag. 165
8.4. Misurare la base	» 167
8.5. Obiettivi di un basis trade	» 169
8.5.1. Portare la posizione alla scadenza	» 169
8.5.2. Basis trading	» 171
8.5.3. Default trading	» 172
Riferimenti bibliografici	» 172
<b>Conclusioni</b>	» 175
<b>Glossario</b>	» 179

---

## Introduzione

Nel suo ultimo film, “Wall Street 2 Il denaro non dorme mai”, il regista Oliver Stone, riprendendo temi trattati più di 20 anni fa, attacca nuovamente gli eccessi del mondo finanziario e gli strumenti in esso utilizzati in maniera spregiudicata dalle banche e dai fondi di investimento.

Al di là di soggettive considerazioni sulla vicenda raccontata nel sequel di un film che nel bene e nel male ha segnato un'epoca, è doveroso notare come il ruolo del cattivo questa volta non sia appannaggio di Michael Douglas e del suo famosissimo personaggio, Gordon Gekko, ma sia in realtà riservato ad un prodotto finanziario, il credit default swap, cavalcando ancora una volta un clima negativo che da qualche anno colpisce questa tipologia di strumenti derivati.

Questo episodio, se vogliamo marginale, però emblematico, è soltanto l'ultimo di una ininterrotta serie sviluppatasi in tempi recenti. Si sono sprecate analisi spesso frettolose e spiegazioni non sempre mirate sul ruolo giocato dai cds nel grande sconvolgimento che ha afflitto la finanza mondiale a partire dal 2008, collocandoli sul banco degli imputati e ascrivendo loro la maggior parte, se non l'intera colpa, del fallimento di alcune grandi banche d'affari e delle rovine di molti operatori più o meno consapevoli.

Nella storia recente si sono succedute crisi finanziarie che di volta in volta hanno visto protagonisti differenti prodotti e mercati. Dai crolli del mercato azionario tra le due guerre alle tempeste valutarie degli anni settanta e ottanta, dalle bolle speculative su internet e new economy all'insolvenza dei paesi sudamericani, in nessun caso una categoria di prodotti è stata messa all'indice con la stessa decisione e violenza come è stato fatto per i credit default swap.

È opinione personale di chi scrive che, se questo tipo di prodotto avesse avuto un nome diverso, credit insurance swap per esempio, se cioè nella

sua denominazione al posto del sinistro concetto di default fosse stata sottolineata la positiva finalità assicurativa, l'attenzione dedicata sarebbe stata di ben altro tono.

Specchio dell'eccesso di sofisticazione raggiunto dall'ingegneria finanziaria, emblema di un meccanismo fuori controllo e figlio di una tensione al risultato finale senza preoccuparsi delle possibili conseguenze, il credit default swap, pur essendo stato sbattuto in prima pagina come il nemico pubblico numero uno, è, a quasi 20 anni dalla sua invenzione, uno strumento ancora ammantato di mistero, poco conosciuto anche nelle sale operative, rifiutato a priori da molti professionisti, invisibile ai potenti uffici di risk management che sovrintendono la valutazione dei loro books proprietari.

Lo scopo di queste pagine non è ovviamente quello di chiarire tutti gli aspetti di negoziazione e di gestione dei cds, non ne abbiamo né la pretesa né gli spazi sufficienti, ma quello di fornire un contributo operativo alla loro comprensione cercando di scalfire la diffidenza preconcepita e il rifiuto aprioristico al loro utilizzo con il quale molti operatori credono di risolvere il problema dei derivati.

Verranno descritte le caratteristiche del prodotto sin dalle sue origini e l'evoluzione intrapresa, i principali aspetti contrattuali e le dinamiche di mercato, i prodotti più complessi che è possibile sviluppare e le principali strategie di copertura e speculative, sempre privilegiando l'aspetto operativo e i problemi pratici da risolvere quando si utilizzano questi strumenti. Nella analisi storica che faremo cercheremo di confutare l'opinione comune secondo la quale i meccanismi di mercato dei cds sono eccessivamente fragili, figli di una crescita troppo veloce e maturati in un contesto troppo favorevole senza la necessaria selezione naturale che ha forgiato altri ambiti finanziari. Al contrario osserveremo come, facendo tesoro delle esperienze di altri mercati contigui quello dei credit default swaps, sia un mercato che ha raggiunto buoni livelli di funzionamento che si sono tradotti poi in risposte efficienti quando l'intero sistema finanziario è andato in crisi.

Impareremo ad utilizzare i cds sia per la funzione primaria, per la quale sono stati originariamente concepiti, sia per altri scopi perseguibili anche con differenti strumenti finanziari, ma che, in particolari condizioni di correlazione e liquidità, sono particolarmente adatte all'utilizzo del derivato.

Si evidenzieranno di volta in volta i rischi e le opportunità derivanti dall'utilizzo di un prodotto moderno, estremamente disciplinato e regolamentato, che può costituire una valida alternativa a prodotti e mercati più tradizionali. Verrà sottolineato come il prendere una posizione con i credit default swaps non sia più rischioso o più incosciente dell'assumere posi-

zioni analoghe sul mercato obbligazionario o azionario, cercheremo di sottolineare la funzione originaria del prodotto, quella assicurativa, e il suo importante ruolo giocato nella redistribuzione del rischio a livello globale. Ci sforzeremo, in una parola, di convincere chi legge che una volta di più non è il prodotto in sé ad essere negativo o malsano, ma l'utilizzo che ne viene fatto; non è lo strumento ad avere nelle sue caratteristiche intrinseche una rischiosità eccessiva, ma è chi vi ricorre a determinarne sempre e comunque il risultato finale.



### 1.1. Le origini: il derivato come assicurazione dal rischio di credito

Il mercato dei derivati su credito ha conosciuto una rapida crescita e una vertiginosa espansione che ha di fatto proiettato questi prodotti tra i principali protagonisti della finanza mondiale.

La grande crisi di credito e di liquidità che, a partire dal maggio 2008, ha sconvolto le principali piazze mondiali li ha portati alla ribalta additandoli spesso come i principali, se non unici, protagonisti della crisi, identificandoli come simbolo dell'ingordigia della finanza mondiale dopo averli per anni salutati come nuovo efficace mezzo di gestione di rischi<sup>1</sup>.

Strumenti nuovi, poco conosciuti, esasperati, spesso slegati dalla realtà sottostante, utilizzati dalle banche di tutto il mondo per coprire le perdite fatte sul mercato obbligazionario o per trasferire i rischi che invece i consumatori finali non possono coprire, i credit default swap e gli altri prodotti a essi collegati hanno recitato la parte più scomoda presso l'opinione pubblica<sup>2</sup> diventando protagonisti di analisi spesso frettolose e poco documentate.

<sup>1</sup> In un discorso del 2002 tenuto a Londra sul tema "World Finance and Risk Management", Alan Greenspan, allora governatore della Federal Reserve, definì i derivati su credito come uno «dei più efficienti mezzi di ripartizione delle perdite e del riequilibrio dei rischi finanziari attualmente esistenti sul mercato».

<sup>2</sup> Qualche anno dopo George Soros invece lanciava un sinistro allarme relativamente al medesimo strumento scrivendo nell'aprile 2008 sul *Financial Times* che «le autorità devono prepararsi ad un altro evento drammatico: c'è uno strumento esotico il credit default swap il cui nozionale attualmente negoziato ammonta a circa \$ 45,000 miliardi (...). Il suo mercato è totalmente deregolamentato, e chi detiene queste cosiddette polizze non sa se le controparti con le quali si è assicurato sono a sua volta coperte o totalmente prive di hedging e soprattutto non sa se in caso di default chi sta loro di fronte saprà far fronte alle obbligazioni che sorgeranno».

La loro origine risale al contrario a più di quindici anni fa, nei primi mesi del 1993, e in più di un decennio il ruolo di questa tipologia di strumenti è spesso stato oscuro e conosciuto soltanto agli specialisti del settore che li hanno utilizzati senza clamore beneficiando della loro flessibilità ed efficienza. Per tanto tempo l'assicurazione del rischio credito è stata una componente utile ma oscura della gestione dei portafogli dei principali attori presenti sul mercato senza guadagnarsi le attenzioni dell'opinione pubblica ma assolvendo in maniera egregia la funzione per la quale sono stati concepiti.

L'assicurazione dal rischio credito nasce come strumento *over the counter*, ovvero non regolamentato ma oggetto di mero accordo tra le controparti, quando CSFB e Bankers Trust cominciarono a scambiarsi strutture di tipo basket per alleggerire l'esposizione creditizia verso i settori finanziari e sovrani nei confronti dei quali avevano posizioni sempre maggiori<sup>3</sup>.

Entro la fine del 1994 l'utilizzo di queste strutture aveva raggiunto un moderato ma significativo livello di diffusione presso le banche più all'avanguardia nella strutturazione e nella sperimentazione finanziaria anche se si trattava di un cerchio ristretto cui la maggior parte degli attori del mercato finanziario non aveva ancora accesso.

Era una realtà ancora pionieristica, dove ogni singolo deal era preceduto da una lunga serie di studi e di adempimenti burocratici e formali che coinvolgevano i dipartimenti legali delle banche coinvolte e che avevano nelle *trading room* il luogo dove avveniva il perfezionamento formale di un trade complesso che si era originato in altri dipartimenti.

Niente a che vedere con il mercato odierno dove la liquidità e la semplicità sono elementi determinanti del successo attuale che è stato raggiunto grazie ad una crescente standardizzazione di pratiche convenzioni e procedure.

Dovremo però aspettare il 1997 per il primo *credit default swap* (CDS) dell'era moderna che vide protagoniste JP Morgan e la European Bank for Reconstruction e Development (EBRD) come controparti e per oggetto il gigante petrolifero Exxon<sup>4</sup>.

Un passaggio obbligato verso la "commoditizzazione" del mercato è stato senza dubbio l'individuazione di uno strumento di base, il primo elemento cioè in grado di soddisfare le esigenze basilari del mercato e nel contempo di permettere la costruzione di deals più complessi e strutturati, di facile valutazione e di altrettanto semplice negoziazione: il CDS appunto.

Con la formalizzazione delle sue caratteristiche il *credit default swap* diventa lo strumento più scambiato in questo ambito, appositamente designato per la copertura del rischio credito di un emittente e successivamente

<sup>3</sup> DAS (2000).

<sup>4</sup> Girino (1997).

utilizzato per la strutturazione di portafogli di credito, *credit-linked notes* (CLN)<sup>5</sup> e *collateralized debt obligations* (CDO)<sup>6</sup>, che hanno rapidamente scalato la classifica degli strumenti più diffusi nella finanza del terzo millennio.

Il CDS ha ispirato molte strutture ibride dal funzionamento simile attualmente esistenti quali per esempio gli *equity default swaps* (EDS)<sup>7</sup> e gli altri prodotti che consentono il trading di debito contro capitale.

Come sempre accade in finanza, il prodotto derivato, nato per scopi specifici, in questo caso assicurativi, in una certa fase del suo ciclo di vita si stacca dal suo sottostante diventando prodotto indipendente, oggetto di trading che, seppur collegato al contesto originale per dinamiche di pricing e fondamentali, inizia a godere di vita propria.

Si innesca un ciclo virtuoso che moltiplicando le opportunità di negoziazione e le finestre di arbitraggio origina ritmi di crescita esponenziali che presto lo porteranno a superare, per volumi trattati e numero di scambi, il mercato da cui aveva visto la luce.

## 1.2. Gli attori

### 1.2.1. I market makers

Il mercato dei derivati di credito ha oggi un respiro globale ampiamente diffuso su tutte le principali piazze finanziarie del pianeta, cui hanno accesso i più svariati soggetti per le esigenze più diverse.

Come abbiamo accennato però si tratta di un mercato che, almeno agli albori, ha visto protagonisti un numero assai ristretto di operatori che, per risorse disponibili, propensione al rischio e capacità di trading si sono nel tempo ritagliati un ruolo di assoluti protagonisti e di veri market makers.

<sup>5</sup> Una Credit Linked Note può essere assimilabile ad un titolo di credito dove il rimborso del capitale a scadenza, così come quello degli interessi è condizionato al mancato verificarsi di un evento di credito relativo ad un Ente di Riferimento. L'emittente della nota può essere una banca o un SPV (special purpose vehicle) ossia un soggetto giuridico creato ad hoc che grazie a predefiniti meccanismi di garanzia (quali ad esempio lettere di credito) può ottenere lo stesso rating o merito creditizio di un Ente di Riferimento. La loro peculiarità si sostanzia, come detto, nel fatto che il rimborso del capitale e degli interessi ai suoi titolari è legato (linked) al rischio di credito di un Ente di Riferimento.

<sup>6</sup> Un CDO è un titolo di debito emesso in seguito a un'operazione di cartolarizzazione di un portafoglio di posizioni all'interno del quale è incorporato un rischio di credito.

<sup>7</sup> Si tratta di uno strumento molto simile al credit default swap la cui funzione è di protezione nei confronti di una drammatica variazione del prezzo di un'azione di riferimento e non di un titolo di credito. Ad esempio, l'*equity default swap* può originare la prestazione assicurativa qualora l'azione oggetto del contratto subisca un deprezzamento del 70%, un downgrade di due notches, la discesa sotto un livello di mercato di riferimento o altri accadimenti su cui si sono precedentemente accordate le controparti.

Si tratta delle principali banche mondiali, veri e propri global players, che coprono attualmente almeno il 50% dei volumi e la quasi totalità dei CDS trattati, che sono membri delle principali piattaforme di trading elettronico e contributori fondamentali del mercato degli indici di credito che, come vedremo in seguito, ricopre una fondamentale importanza in termini di liquidità e di volumi<sup>8</sup>.

Il loro ruolo guida non si esaurisce nella basilare capacità di prezzare la maggior parte dei rischi credito del mercato ma si estende in ambito normativo e regolamentare dal momento che quasi tutte le modifiche e le integrazioni in materia di contrattualistica sono il frutto di discussioni nelle quali questi soggetti hanno recitato un ruolo attivo.

La concentrazione relativamente elevata se da un lato ha permesso uno sviluppo ordinato di molti meccanismi del mercato, dal momento che è spesso bastato mettere ad un tavolo i top dealers per studiare meccanismi in grado di ridurre le inefficienze, ha costituito dall'altro un elemento di potenziale debolezza e fragilità che si è manifestato in tutta la sua gravità nel secondo semestre del 2008.

Durante quella crisi creditizia si è assistito ad un drastico calo della liquidità del sistema dovuto alla scomparsa di alcuni attori (la defaultata Lehman Brothers in primis, senza dimenticare Merrill Lynch e Bear Stearns) e alla riduzione cautelativa del trading da parte delle controparti "sopravvissute" con il conseguente drenaggio di liquidità di un mercato che fino ad allora si era sempre distinto per la capacità di produrre prezzi affidabili e continui ben maggiore di quella del collegato mercato dei bond.

Per la prima volta il rischio controparte, ovvero quello legato all'affidabilità del venditore di protezione, supera in termini di importanza il rischio assicurato, quello cioè dell'oggetto del contratto stesso contro il cui default ci si vuole assicurare; ci si familiarizza con il concetto di *overlapping*, del rischio replicato ad oltranza perché nei prodotti più complessi lo stesso nome è assicuratore, in quanto venditore del contratto, e assicurato più volte, in quanto oggetto.

Il 2009 è stato un anno di lenta normalizzazione segnato dal ritorno dei nomi storici sul mercato e dall'affacciarsi di nuove realtà anche nel market making che dovrebbero in futuro ridurre simili inefficienze. Gli effetti sono stati immediatamente palpabili, maggiore regolarità nelle quotazioni, minori tensioni sebbene l'inizio del 2010 con il problema del debito sovrano (Grecia in primis) ha per un po' di tempo agitato vecchi spettri e risollevato antiche paure. La risposta dei governi dei singoli paesi europei e il ruolo della Banca Centrale Europea a gestire i momenti peggiori hanno contribuito a mantenere la situazione sotto controllo evitando gli eccessi incontrollati visti in passato.

<sup>8</sup> ISDA (2008).

### **1.2.2. I market users**

I primi market users erano i market makers stessi, erano cioè le stesse banche d'affari che strutturavano ad utilizzare i prodotti per la copertura del proprio portafoglio di credito.

Successivamente il mercato si è allargato a nuove categorie di utenti appartenenti principalmente alla realtà finanziaria, in primo luogo banche di dimensioni minori e aziende assicurative. Ad oggi si stima che circa il 25% dei volumi del mercato siano assorbiti da banche non market makers e da assicurazioni.

Le banche di seconda fascia hanno pian piano allargato la loro attività di trading, che nella maggior parte dei casi ha nel mercato dei bonds cash una componente fondamentale, anche al relativo prodotto derivato sia come strumento di copertura sia come alternativa.

La diffusione, seppur cauta, di piattaforme di trading e quella più sostenuta di strumenti di calcolo e controllo ha abbattuto una barriera all'entrata che, nei primi anni del ciclo di vita del prodotto, si era rivelata insormontabile con il monitoraggio del rischio spesso impossibilitato a comprendere e valutare l'effettiva portata dello strumento.

La standardizzazione del prodotto in senso lato e della contrattualistica in particolare hanno eliminato l'ultimo ostacolo: oggi non è più necessario un agguerrito dipartimento legale per supportare il trading di derivati su credito ma è sufficiente un buon back office integrato da efficienti strutture post-deal spesso già presenti in banca perché utilizzate su altri mercati e prodotti<sup>9</sup>.

Fanno parte di questa categoria banche di dimensioni medio-grandi, comunque soggetti con una buona propensione al trading e ai rischi di mercato, già presenti in forze e con successo sul mercato obbligazionario corporate e governativo che con il CDS spesso ampliano e completano la propria offerta alle controparti finali.

La loro capacità di pricing è ovviamente inferiore a quella dei grossi market makers, spesso concentrata su alcuni settori specifici o specializzata territorialmente dal momento che la copertura di determinati rischi di credito comporta conoscenze settoriali o di particolari contesti regionali che banche a livello mondiale spesso non riescono a raggiungere.

### **1.2.3. Gli utenti finali**

In aggiunta alle grandi banche che quotano con regolarità la gran parte dei CDS sul mercato e di un gran numero di operatori di medie dimensioni

<sup>9</sup> DAS (2000).

che hanno portafogli di rischio di dimensioni più limitate e fanno trading in un'ottica di *back to back* esiste una terza fascia di protagonisti del mercato altrettanto importante per volumi trattati e interessi espressi.

Fanno parte di questa fetta tutti quegli operatori che non fanno trading con obblighi di reciprocità, cioè chiedendo e fornendo quotazioni al mercato in acquisto e vendita, ma che assumono posizioni di medio lungo periodo con finalità diverse.

In particolare sono i fondi di investimento la componente più rilevante, un universo che si è affacciato relativamente tardi su questo mercato ma che ne è diventato rapidamente parte integrante. Le ragioni di tale ritardo sono da imputare principalmente alle difficoltà, da un punto di vista legale e regolamentare, di trattare prodotti derivati e dalla cattiva reputazione che, soprattutto a metà degli anni '90, si otteneva con l'essere associati a prodotti strutturati ad alto grado di leva<sup>10</sup>.

La maggiore conoscenza dei prodotti, un contesto di tassi di interesse sempre più bassi e di mercati azionari comunque assai volatili ha spinto la maggior parte dei fondi a ricorrere anche ai derivati su credito per arricchire i propri portafogli e cercare di aumentarne i rendimenti.

Con la definitiva accettazione di questa asset class gli *hedge funds* in primis e i fondi *real money* a seguire sono diventati rapidamente tra i protagonisti più importanti per l'intero mercato. I fondi oggi generano flussi fondamentali per il mercato, flussi concentrati nel tempo attraverso l'assunzione o lo smobilizzo di ingenti posizioni, generati direttamente sul mercato (acquisto o vendita di protezione) o indirettamente attraverso l'hedging e la copertura di prodotti più complessi, movimenti in grado di orientare in maniera decisiva l'andamento dei credit spreads di singoli nomi o di interi settori.

Le assicurazioni seguono a ruota e utilizzano lo strumento sia per fare hedging di portafogli già esistenti sia come investimento in tranches di portafogli complessi strutturati ad hoc. Come oggetto di CDS inoltre il settore assicurativo, a sua volta segmentato in compagnie tradizionali, *monolines*<sup>11</sup> e *reinsurers* è uno dei comparti più liquidi e scambiati dell'intero mercato.

<sup>10</sup> Engdahl (2008).

<sup>11</sup> Nate come linee monoprodotto le assicurazioni monoline erano in origine specializzate nel garantire le emissioni di obbligazioni municipali, molto diffuse negli Stati Uniti. La spinta espansionistica verso nuovi segmenti di mercato e la ricerca di nuovi sbocchi commerciali ha portato ad un progressivo allargamento del perimetro del business sino ad arrivare a coprire tutti i tipi di obbligazioni, comprese quelle risultate legate alla crisi del subprime. In cambio di una commissione, garantiscono il rimborso di determinate emissioni in genere classificate con un rating a tripla A. Nel caso in cui un debitore non sia in grado di onorare i debiti, la responsabilità dei pagamenti di capitale e degli interessi passa all'assicurazione. Le monoline americane assicurano solo i bond con merito di credito investment grade e la maggior parte del loro business deriva dal debito degli enti territoriali Usa. In Gran

Tra gli utenti finali troviamo spesso anche piccoli istituti di credito che utilizzano il CDS in forma statica per la copertura di specifici rischi emittente o per ottenere una remunerazione di un rischio credito non altrimenti conseguibile sulle cui modalità torneremo in seguito<sup>12</sup>.

### 1.3. Le ragioni dello sviluppo

Come accennato il mercato dei derivati su credito ha raggiunto negli ultimi anni dimensioni assolute seconde soltanto a mercati finanziari storici e consolidati da anni, quali per esempio quello dei derivati su tassi di interesse e su valute, con ritmi di crescita esponenziali non avvicinati da nessun altro prodotto finanziario.

Uno dei motivi principali di tale vertiginosa espansione è senza dubbio la flessibilità. Abbiamo soltanto accennato ad alcuni degli utilizzi che si possono fare con i derivati di credito, in generale possiamo ricordarli di seguito:

- Hedging e copertura;
- Trasferimento del rischio credito tra differenti soggetti;
- Trasferimento rischio credito tra differenti mercati;
- Generazione di leverage o yield enhancement;
- Creazione di posizioni sintetiche sul mercato dei bonds;
- Gestione del rischio in un'ottica di portafoglio;
- Strumento alternativo al trading sul mercato azionario per assumere posizioni nei confronti di un determinato soggetto.

Ma il successo non è soltanto legato agli utilizzi che si possono fare con i derivati di credito ma anche alle intrinseche caratteristiche dello strumento: in particolare occorre notare che il derivato è sempre più spesso utilizzato per assumere posizioni sul mercato del debito perché la sua operatività è meno legata a vincoli regolamentari e di mercato. Si pensi per esempio alla maggiore facilità con la quale si può assumere una posizione short credit comprando un CDS rispetto alla stessa posizione assunta vendendo un

Bretagna e in Europa invece le monoline assicurano anche debito per finanziare infrastrutture e servizi pubblici, come ospedali e scuole, e alcuni tipi di cartolarizzazioni. In aggiunta le monoline assicurano il debito corporate, quello sovrano e cartolarizzazioni garantite da immobili utilizzando derivati di credito in strutture di tipo Cdo. In questo caso le monoline assicurano i pagamenti su un portafoglio di attività e i Cdo così assicurati dalle monoline prevedono normalmente una franchigia su cui l'assicurazione non deve pagare, mentre, la monoline è chiamata a intervenire se i default raggiungono una certa percentuale del portafoglio dei Cdo. La maggior parte delle monoline non deve accantonare collateral a fronte delle posizioni in derivati di credito, anche se vengono declassati i bond che assicurano.

<sup>12</sup> ISDA (2008).