



Nota breve n. 7
Giugno 2011

Sostenibilità del debito sovrano e titoli derivati.

I *Credit Default Swap (CDS)* sono titoli derivati stipulati su titoli obbligazionari che danno il diritto a scambi di flussi di cassa (*swap*), utilizzati a copertura del rischio di *default* del soggetto che emette i titoli.

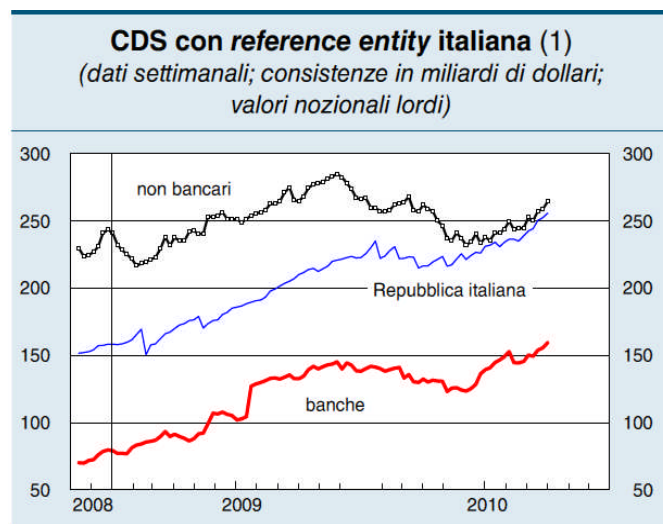
Introdotti nei mercati finanziari a partire dai primi anni '90, i CDS consentono al detentore di un titolo (azionario o sovrano) di trasferire il rischio di mancato o parziale rimborso, ad un soggetto diverso, a fronte del pagamento di un premio. In particolare, un contratto sui CDS prevede che l'acquirente paghi un premio al venditore che, a sua volta, si impegna a compensare il primo delle perdite subite al verificarsi del cosiddetto *credit event*, che può concretizzarsi sia nel *default* dell'emittente del titolo sottostante il derivato sia nella modifica dei termini del prestito obbligazionario ad opera dell'emittente (scadenze posticipate o cedole più basse). Così configurati, i CDS rappresentano una sorta di contratto di assicurazione contro il "rischio di fallimento" dell'emittente dei titoli sottostanti, con un prezzo correlato alla probabilità di *default* del sottostante.

In base alle regole attualmente in vigore, è possibile sottoscrivere un CDS su un titolo di debito senza avere la disponibilità del titolo sottostante. Sebbene utile a dare liquidità al mercato dei CDS, questa caratteristica consente la sottoscrizione dei derivati anche a coloro i quali intendono "scommettere" sul *default* di un emittente, mettendo in atto strategie di tipo speculative. Infatti, l'acquisto dei CDS spinge al rialzo il prezzo del derivato; il prezzo, nell'assumere un trend crescente, "trasmette" agli operatori finanziari il messaggio di un aumento della probabilità di *default* dell'emittente del titolo a cui si riferisce il CDS. Il mancato possesso del titolo di debito da parte dello speculatore suggerisce che l'operazione di acquisto di "assicurazioni" è finalizzata a "scommettere" sul fallimento dell'emittente del titolo, così da poter riscuotere l'indennizzo previsto dal derivato.

Quanto alla loro negoziazione, i CDS sono titoli *Over The Counter* (OTC), che, come tali, non vengono scambiati sui mercati regolamentati e pertanto non sono sottoposti alla stessa disciplina dei titoli standardizzati. La mancanza di una forma di contratto standardizzata comporta che tale contratto possa assumere caratteristiche differenti a seconda delle esigenze delle parti.

Per avere un'idea dell'importanza e della consistenza di questa tipologia di strumenti è utile osservare alcune statistiche. Il grafico 1 riporta i dati riguardanti il volume nozionale lordo (ovvero l'ammontare del capitale sottostante i CDS) dei contratti in circolazione relativi a titoli emessi dallo Stato italiano e da altri emittenti italiani quali gli istituti bancari e le società non bancarie¹. Nel settembre 2010 i CDS riferiti ai titoli di Stato italiani ammontavano a circa 250 miliardi di dollari, valore che secondo il Rapporto sulla Stabilità finanziaria redatto dalla Banca d'Italia rappresenta il massimo a livello globale (cioè all'interno di tutto il mercato mondiale dei *credit default swap*) su CDS riferiti ad un singolo emittente.

Grafico 1



Fonte: Rapporto sulla stabilità finanziaria n.1 - dicembre 2010 - Banca d'Italia. Dati della *Depository TRUST & Clearing Corporation* (DTCC).

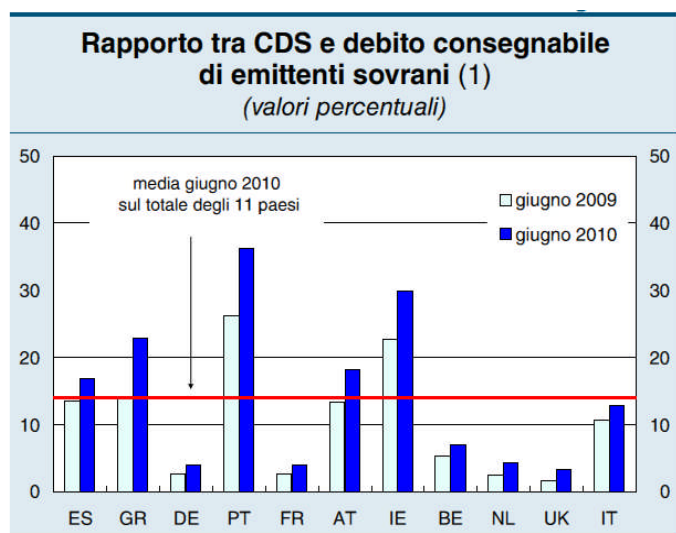
Il grafico 2 mostra il rapporto tra valore nozionale lordo dei CDS in essere e il debito consegnabile emesso da un emittente sovrano², un indicatore significativo ai fini dell'analisi del mercato dei CDS. Il rapporto può essere interpretato come un indicatore grezzo della consistenza dei contratti CDS attivati su un determinato tipo di debito. Il grafico mostra come nel caso del debito pubblico italiano questo rapporto è pari al 13 per cento, collocandosi appena al di sotto della media dei Paesi europei. Quanto agli altri Paesi considerati nel grafico, si può notare come sia possibile formare due classi. Una prima classe è formata da quei Paesi (come Germania, Francia, Regno Unito, Olanda e Belgio) per i quali il rapporto assume un valore piuttosto basso, compreso tra il 2 ed il 6 per cento. La seconda classe raccoglie invece quei paesi (Grecia, Portogallo, Irlanda e Spagna) che nei mesi scorsi sono stati interessati da timori circa la sostenibilità dei conti pubblici, caratterizzati da un rapporto che assume valori molto superiori alla media.

Finora, l'unico caso di *default* di uno Stato sovrano che ha dato luogo ad un *credit event* si è avuto nel 2008, quando l'Ecuador si rifiutò di pagare 31 milioni di dollari di cedole sulle obbligazioni in scadenza. In quella occasione, la *International Swaps and Derivatives Association, Inc.* (ISDA) applicò per la prima volta il protocollo introdotto nel 2003 per la liquidazione dei CDS emessi su titoli di uno Stato insolvente.

¹ Fonte: Banca d'Italia, "Il Rapporto sulla Stabilità finanziaria n. 1, dicembre 2010".

² Il debito consegnabile rappresenta l'insieme dei titoli per i quali, nel caso di una inadempienza da parte dell'emittente, il detentore del CDS ha il diritto di ottenere il rimborso dall'emittente del CDS stesso.

Grafico 2



Fonte: Rapporto sulla stabilità finanziaria n.1 - dicembre 2010 - Banca d'Italia. Dati della *Depository TRUST & Clearing Corporation* (DTCC).

Crisi finanziaria e regolamentazione dei CDS nella UE

A partire dal marzo 2010, le autorità di regolamentazione di diversi Stati membri della UE hanno focalizzato la loro attenzione sui CDS, auspicando maggiori restrizioni nei mercati in cui venivano scambiati questi strumenti. Tale attenzione è dovuta al fatto che i CDS sono stati riconosciuti come una delle cause sia della situazione di crisi vissuta dall'*American International Group* (AIG) nel 2008, sia della recente crisi del debito sovrano greco.

Le tensioni verificatesi sui mercati finanziari nei primi mesi del 2010, unite alle preoccupazioni per il possibile ruolo che possono svolgere le operazioni sui derivati, in particolare i CDS, in relazione ai prezzi dei titoli di Stato della Grecia, ha spinto diversi Stati membri (in particolare la Germania e la Grecia) ad adottare delle restrizioni temporanee o definitive a livello nazionale in merito alle vendite allo scoperto di azioni e/o CDS.

Per limitare la frammentazione che ha caratterizzato l'approccio seguito fino a quel momento ed aumentare l'efficienza dell'attività di vigilanza e dei mercati in generale, la Commissione Europea ha iniziato ad occuparsi dell'argomento dichiarando, in una comunicazione del giugno 2010³, che avrebbe proposto misure al riguardo in base ai risultati di uno

studio dettagliato sul funzionamento dei mercati finanziari e, in particolare, del debito sovrano.

A seguito dei lavori di approfondimento e delle consultazioni avute con i partecipanti al mercato, i regolatori e gli altri soggetti interessati, la Commissione ha sottoposto al Parlamento Europeo ed al Consiglio una proposta di regolamento⁴ che prevede una serie di misure da applicarsi ai soggetti (persone fisiche o non) che effettuano vendite allo scoperto e che siano disciplinate o meno da altre normative sui mercati finanziari (come banche, imprese di investimenti, fondi speculativi). La proposta include nuovi requisiti per la trasparenza degli strumenti finanziari, nuovi poteri di intervento per le autorità di regolamentazione finanziaria e maggiori restrizioni sulla contrattazione delle vendite allo scoperto.

I requisiti di trasparenza prevedono che coloro i quali assumono importanti "posizioni corte" (vendita di strumenti finanziari) su titoli azionari, titoli del debito sovrano UE e CDS su questi ultimi, comunichino alle autorità competenti la consistenza e le caratteristiche delle loro posizioni. Sulla base delle comunicazioni ricevute, le autorità verificano la possibilità di eventuali rischi sistemici o l'uso improprio dello strumento finanziario.

Tuttavia, la proposta riconosce che in situazioni eccezionali non è sufficiente aumentare la trasparenza e può essere necessario che le autorità competenti proibiscano o limitino le attività di vendita allo scoperto che altrimenti sarebbero legittime o porrebbero rischi minimi. La proposta prevede che in caso di sviluppi negativi che potrebbero costituire una grave minaccia alla stabilità finanziaria o alla fiducia nel mercato in uno Stato membro o nell'Unione europea, le autorità competenti debbano disporre di poteri temporanei per esigere maggiore trasparenza come imporre limitazioni alle vendite allo scoperto e alle operazioni su CDS o prescrivere limiti alle persone fisiche o giuridiche per quanto riguarda le operazioni sui derivati. Obiettivo è l'armonizzazione dei poteri, delle condizioni e delle procedure per l'utilizzo di tali poteri che attualmente variano in modo notevole da uno Stato membro all'altro. In singoli casi, le autorità competenti possono anche chiedere ulteriori informazioni alle persone fisiche o giuridiche in merito alle finalità per cui è stata effettuata una operazione su CDS e chiedere informazioni per verificarle.

³ Comunicazione della Commissione Europea del 2 giugno 2010 al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e alla Banca Centrale Europea, COM(2010) 301 definitivo.

⁴ Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio, COM(2010) 482, attualmente all'esame del Parlamento Europeo e del Consiglio.

La vendita allo scoperto di titoli azionari o di debito sovrano di tipo *naked*, caratterizzata dal fatto che il venditore non si è assicurato in anticipo la disponibilità del titolo su cui si basa la propria posizione (ad esempio, attraverso un prestito), è vista dalla Commissione come fattore di potenziale aumento del rischio di mancato regolamento o di volatilità del mercato. Per affrontare questo tipo di rischio la proposta di regolamento prevede che le persone fisiche o giuridiche che effettuano vendite allo scoperto di questi strumenti devono, al momento della vendita, aver preso a prestito gli strumenti in questione, aver concluso un accordo per prendere a prestito i titoli in questione o aver stipulato altre intese che assicurino che il titolo possa essere preso a prestito in modo da poter procedere al regolamento della transazione alla data prevista.



nota breve

sintesi di argomenti di attualità
del Servizio bilancio del Senato

Gli arretrati possono essere
richiesti all'Archivio Legislativo
tel 06 67062610
ArchivioLegislativo@senato.it
I testi sono disponibili alla pagina
<http://www.senato.it>

progetto grafico the washing machine