

STUDIO CHIDINI, GIRINO &amp; ASSOCIATI

CONSIDERAZIONI INATTUALI

## Quel grottesco e micidiale inghippo su cds e bond di Atene

**È** successo tre volte in meno di un anno. L'ultima la scorsa settimana. Sui bond greci sono a quanto pare aperti 3,2 miliardi di dollari di Credit default swap (Cds), ma l'Isda, chiamata a esprimersi in merito al cosiddetto e maledetto swap dei bond ellenici (non ci si inganni: non è un derivato ma una semplice conversione di titoli), ha negato che l'operazione possa configurare un evento di credito capace di far entrare in azione il derivato e quindi ristorare i compratori di protezione. In breve, chi abbia sottoscritto quei Cds, versando lauti premi ai venditori per assicurarsi (più verosimilmente per speculare) sul (o a danno del) debito greco, oggi non vedrà un cent. Accadde già nell'estate e nell'autunno scorso e le conseguenze purtroppo le conosciamo bene: andarono in lettera valanghe di titoli del debito sovrano e c'è da scommettere che fra i venditori dei titoli vi fossero anche i compratori dei Cds traditi, che magari neppure avevano un bond ellenico in portafoglio, tanto si può allegramente vendere allo scoperto. Ma non lo si scoprirà mai perché nessuna authority, né in Grecia né altrove, ha voluto far luce sulla strage estiva.

Le motivazioni, ora come allora, parrebbero le stesse (parrebbero perché viene reso pubblico il voto ma non la motivazione). L'assenza

dell'evento di credito verrebbe desunta dalla natura volontaria dell'operazione. Siccome, in sostanza, il cambio fra il nuovo e il vecchio titolo sarebbe frutto di una deliberata scelta dei sottoscrittori, nulla spetterebbe ai compratori dei Cds. Chissà, forse l'Isda, ragionando a stretto diritto, non avrà torto, perché la clausola di restructuring contenuta nei Cds in questione potrebbe prestarsi a una simile lettura. Ma anche questo non lo sapremo, perché dei Cds si sa poco o nulla, più nulla che poco. Non esiste alcuna forma di trasparenza, il contenuto specifico dei contratti è segreto, così come segreta è l'identità dei compratori, come segreto è il modo in cui delibera il comitato per deciderne le sorti. Per sapere quanti Cds circolano sul mercato (forse 2.900 miliardi di dollari) ci si deve affidare alle dichiarazioni dei grandi player di questa profonda dark pool.

Molti dettagli non convincono. L'operazione greca è riuscita per l'85,6%, ma essa prevede clausole di azione collettiva (Cac), le quali impongono l'adesione anche agli eventuali renitenti. Non pare possa parlarsi di piena spontaneità. Né si può ignorare che la conversione riduce il nominale dei titoli anteriori del 53,5%, mentre la perdita di mercato (data dai tassi calmierati dei bond sostituiti)

viaggia fra il 70 e il 75%. Chiamiamolo come vogliamo: lo swap e l'haircut in definitiva sono un concordato preventivo. Peraltro gli Zeus bond decennali scontano un tasso prossimo al 40% che diviene il 250 sui biennali. Forse il merito creditizio greco si sarà un pochino deteriorato? I Cds dovrebbero proteggere non solo contro i default pieni ma anche contro le altre significative avarie registrate dal credito protetto. Eppure il Cds non paga, perché non conta ciò che accade al titolo bensì solo quel che dice l'agente di calcolo, il cui verdetto è legge anche contro l'evidenza. Nelle ultime ore le opinioni si dividono fra chi ritiene che, se le Cac dovessero attivarsi, il default sarebbe inevitabile e chi crede che anche in questo caso l'Isda pronuncerebbe un nulla di fatto. Pare quasi un'inspiegabile legge fisica: nulla è certo, tutto è mutevole.

A questa abnorme configurazione negoziale, certamente invalida per le nostre leggi, si aggiunge quella totale mancanza di trasparenza che impedisce di stanare i veri protagonisti delle operazioni. Qualcosa però è trapelato dalla stampa: pare che i venditori fossero banche americane e tedesche. Dunque non sembrerebbe essere stato l'Occidente ad assicurarsi sul debito greco. Chi allora? Forse oscure del mondo emergente che magari nep-

pure avevano in tasca un bond ellenico, visto che sono ammessi anche i Cds nudi, cioè in assenza di un vero rischio di credito? In questa prospettiva non diverrebbe affatto irrealistico supporre che la terza guerra mondiale (spettro coniato da MF-Milano Finanza del 5 novembre 2011 ma fatto proprio da molti osservatori nelle settimane successive) sia partita proprio da qui. Molle e tronfio, l'Occidente ha assicurato il debito greco, subdolo e scaltro il mondo emergente si è prestato a far da cliente nutrendo con ciò ogni interesse a far crollare le economie occidentali per intascare i profitti dei Cds e prepararsi un terreno di shopping facile. Certamente qualcuno si piccherà ancora di ritenere fantascientifica questa visione (anche Monti però disse che l'uomo nero dei mercati poteva essere giallo o asiatico, come riportato da MF-Milano Finanza del 10 dicembre scorso), ma forse gli indizi cominciano a essere piuttosto gravi, precisi e concordanti. Magari la lettura dell'Isda è stata una sorta di difesa, per quanto forse giuridicamente discutibile. Chi lo sa? Non lo sapremo mai fino a quando accetteremo che assicurazioni multiple possano stipularsi anche sulle disgrazie altrui e nel buio più pesto. (riproduzione riservata)

**Emilio Girino**