



OTTOBRE 2022

IL CASO CREDIT SUISSE

#MACROMARKETS



INDICE

INTRODUZIONE	3
STORIA	4
CREDIT DEFAULT SWAP (CDS)	6
SITUAZIONE ATTUALE	9
CONCLUSIONE	12
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA	13

Autori

Chiodini Alberto

Massimo Alessandra

Raimondi Alessia



INTRODUZIONE

Credit Suisse, una delle principali banche svizzere, è finita nuovamente nell'occhio del ciclone. Da sempre al centro dell'interesse mediatico per i numerosi scandali che l'hanno vista coinvolta durante i decenni, dall'inchiesta sui cosiddetti "Suisse Secrets" fino al più recente scandalo dei "tuna bonds" del Mozambico, ora la banca svizzera si trova sotto la lente d'ingrandimento per un possibile collasso: la solidità e soprattutto la liquidità di CS preoccupano gli investitori che hanno innescato una corsa alle vendite del titolo, accentuandone l'andamento negativo già intrapreso da tempo.

In questo paper verrà trattata tale questione, ripercorrendo dapprima la storia della banca e poi analizzando il tema dei credit default swaps (CDS), al centro del dibattito in quanto lo scorso 30 settembre il prezzo dei contratti CDS legati al debito di Credit Suisse è cresciuto in maniera esponenziale.

Infine, verrà approfondita la situazione attuale, cercando di capire le cause e abbozzare quelle che potrebbero essere le possibili conseguenze e soluzioni da implementare, anche se la crisi è lontana dall'essere risolta.

STORIA

La storia di Credit Suisse inizia nel lontano 1856 quando venne fondata a Zurigo dal politico e imprenditore Alfred Escher con il nome di “Schweizerische Kreditanstalt” (SKA) con lo scopo di finanziare l’espansione della rete ferroviaria svizzera e sostenere lo sviluppo industriale nazionale. Quindi, Credit Suisse, al tempo SKA, nacque come banca d’investimento. Appena 15 anni dopo, grazie al notevole successo, venne aperto il primo ufficio di rappresentanza a New York; seguì poi un lungo periodo di espansione in cui vennero create e acquisite banche e compagnie di assicurazione in altri paesi come Germania e Belgio, ma principalmente oltreoceano. Nel 1932 venne fondata First Boston come sussidiaria di “First National Bank of Boston” e pochi anni dopo divenne la prima banca d’investimento quotata in borsa negli USA. Inoltre, negli anni ‘60 ottenne la licenza per svolgere l’attività bancaria per la filiale di New York, rendendole possibile di accettare depositi e svolgere qualsiasi tipo di operazione negli Stati Uniti.

Negli anni ‘70 più di 800 milioni di dollari in lire vennero trasportati illegalmente fuori dall’Italia e depositati nella filiale di Credit Suisse di Chiasso per nascondere il denaro ed evadere le tasse; il direttore della filiale e due collaboratori misero i fondi in conti fiduciari non registrati nella contabilità ufficiale della banca e poi spostati in Lichtenstein, creando di fatto una struttura parallela. A seguito dello scandalo di Chiasso la banca registrò le perdite più consistenti della sua storia. La conseguente crisi rese nota la necessità di Credit Suisse (SKA) di non poter più essere un istituto di credito nel senso tradizionale del termine, spingendola a trasformarsi in un provider internazionale di servizi finanziari. Negli anni 80 Swiss American Securities Inc., una sussidiaria, divenne membro della Borsa di New York, rendendo Credit Suisse la prima banca svizzera ad avere una sussidiaria all’interno del NYSE. Nel 1988 venne creato lo Swiss Market Index (SMI), che è tutt’ora il principale indice azionario svizzero: è composto da 20 titoli delle principali società svizzere, tra le quali figura anche CS. L’anno successivo, CS Holding, nata come società sorella di SKA, divenne la capogruppo del gruppo SKA.

Gli anni 90 furono un periodo di ulteriore crescita, realizzata tramite acquisizioni, come per esempio quella di Bank Leu, conosciuta come la più antica banca svizzera, alleanze strategiche e fusioni; nel 1997 CS Holding venne trasformata nel gruppo Credit Suisse. Il gruppo venne poi strutturato in 2 business units, Credit Suisse Financial Services e Credit

Suisse First Boston, poi riorganizzato in 3: Credit Suisse, Credit Suisse First Boston, successivamente unite, e Winterthur, una compagnia assicurativa. Nel 2006 venne presentato il nuovo logo del gruppo anche a seguito della decisione di cedere Winterthur ed operare come banca globale integrata.

La crisi finanziaria del 2008 ovviamente colpì anche Credit Suisse, che tuttavia reagì adeguatamente non rendendo necessario un bailout da parte del governo.

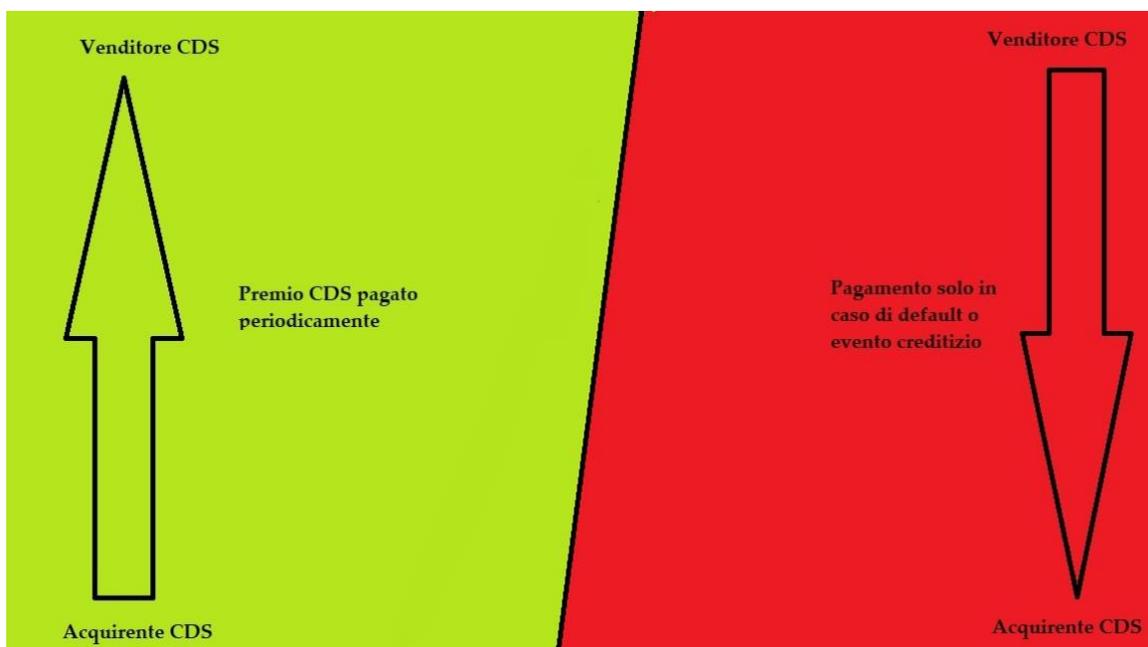
Nonostante la crescita registrata negli anni, Credit Suisse ha sempre avuto una reputazione controversa in quanto è stata coinvolta in più scandali. Lo scandalo più famoso è sicuramente quello insorto a causa della maxinchiesta “Suisse Secret” nata a seguito di una fuga di dati e condotta da un consorzio di testate giornalistiche internazionali. Nel corso dei decenni, in particolare dagli anni ‘40 al 2010, Credit Suisse avrebbe gestito conti e depositi di criminali ed evasori pari a circa 100 miliardi di euro grazie al segreto bancario, ignorando completamente l’origine discutibile e dubbia del denaro depositato.

CREDIT DEFAULT SWAP (CDS)

I CDS, in origine sono stati creati per dotare le banche di un mezzo mediante il quale trasferire la loro esposizione creditizia, nel corso degli anni i CDS sono diventati uno strumento finanziario con il quale operare gestione attiva di portafoglio nell'ambito del Asset Management. L'andamento di un CDS è fortemente legato alle variazioni di spread creditizio del sottostante, e di conseguenza sono un ottimo strumento per coprirsi dal rischio di default.

Nello specifico, un CDS è una particolare tipologia di derivato di credito negoziato nei mercati over the counter (OTC), che per semplicità possiamo assimilare ad una polizza assicurativa, che fornisce all'acquirente protezione da determinati rischi; nel caso dei CDS, l'acquirente li sottoscrive per proteggersi dal rischio di default di determinate attività in portafoglio. Data la loro flessibilità i credit default swap possono essere utilizzati anche come strumento per ricalibrare la propria esposizione al mercato del credito.

È importante ricordare che prima dei CDS non esistevano strumenti per il trasferimento del rischio d'insolvenza o di altri eventi creditizi da un investitore ad un altro.



Fonte propria

Con un CDS un soggetto “vende” protezione da un determinato rischio e la controparte “acquista” tale protezione. L’acquirente” di CDS, che in genere possiede lo strumento

di credito sottostante, paga un premio periodico all' "venditore" del CDS. A fronte di ciò, il "venditore" accetta di pagare "all'acquirente" un dato ammontare in caso di insolvenza o evento creditizio. Per evento creditizio s'intende qualsiasi evento avverso che genera una riduzione di valore del contratto creditizio. i CDS, infatti, sono concepiti per coprire numerosi rischi, tra cui: insolvenze, fallimenti e declassamenti di rating, ripudio, ecc.

Analizzando i soggetti si può osservare che l' "acquirente" di CDS:

- Possiede in genere gli strumenti di credito sottostanti
- Acquista una protezione sul credito che detiene
- Ha esposizione creditizia corta

Al contrario, il soggetto "venditore" di CDS:

- Non possiede lo strumento di credito sottostante
- Vende protezione sul titolo di credito
- Ha esposizione creditizia lunga

Principali caratteristiche del mercato dei credit default swap:

Il mercato dei CDS è generalmente suddiviso in due segmenti:

- CDS su singoli strumenti (c.d. single-name), riferiti a obbligazioni societarie, crediti bancari e titoli di Stato specifici.
- CDS su molteplici strumenti (c.d. multi-name), che possono riferirsi a un portafoglio su misura di strumenti di credito concordato dall'acquirente e dal venditore.

Gli strumenti di credito sottostanti a un CDS sono definiti "reference entity", mentre le scadenze dei CDS vanno da uno a dieci anni, anche se la scadenza a cinque anni è quella maggiormente negoziata.

Evoluzione del mercato dei CDS:

Come anticipato precedentemente, il mercato dei CDS è nato in origine per fornire alle banche un mezzo per trasferire l'esposizione creditizia e liberare patrimonio di vigilanza. Oggigiorno i CDS sono diventati il motore che guida il mercato dei derivati di credito. La crescita del mercato dei CDS è in gran parte dovuta alla flessibilità dei CDS quale strumento di gestione attiva dei portafogli, in grado di calibrare l'esposizione alle obbligazioni societarie.

Oltre alla copertura del rischio di credito, tra i vantaggi potenziali dei CDS vi sono:

- Un esborso di liquidità solo limitato (nettamente inferiore rispetto all'acquisto di obbligazioni a pronti)
- Un accesso a esposizioni in termini di scadenza non disponibili nel mercato a pronti
- Un accesso al rischio di credito con un rischio di tasso d'interesse limitato
- Investimenti in strumenti di credito esteri senza rischio di cambio.
- In alcuni casi, una maggiore liquidità rispetto all'investimento nelle obbligazioni a pronti sottostanti

La performance dei credit default swap, come quella delle obbligazioni societarie, è strettamente correlata alle variazioni degli spread creditizi. Questa sensibilità rende il CDS uno strumento efficace di copertura o di esposizione al rischio di credito per i gestori.

I Credit default swap sono divenuti particolarmente noti e famosi nel grande pubblico dopo la crisi finanziaria del 2008. I CDS rientravano nella categoria di strumenti innovativi ibridi introdotti proprio in quel periodo. Grazie ai CDS gli investitori potevano assicurarsi contro i CDO e di conseguenza contro gli MBS. I CDO o *Collateralized Debt Obligations* sono obbligazioni alle quali in tempi normali sottostavano corporate bonds, ma negli anni precrisi si diffusero particolari CDO che avevano come sottostanti degli MBS a diverse *tranche* ritenuti così "diversificati". Mentre gli MBS o *Mortgage Backed Loans* sono strumenti finanziari il cui rendimento deriva dalle rate dei mutui sottostanti. Teoricamente il loro rischio è ridotto da diversificazione geografica e *tranching*, nella pratica l'andamento del settore immobiliare è correlato. Inoltre, in quel periodo le banche commerciali e il governo sponsorizzavano agenzie immobiliari che vendevano case a soggetti che non se lo potevano permettere (*muti subprime*), tutto ciò fece aumentare a dismisura la rischiosità di MBS e CDO.

SITUAZIONE ATTUALE

Ponendola nella relativa scala di comparazione, Credit Suisse fu una delle banche che superò più efficacemente la crisi del 2008, soprattutto se posta a confronto con la storica rivale UBS, che dovette affrontare un salvataggio e uno scandalo di insider trading. UBS e altre banche si sono trovate a dover cambiare il proprio piano strategico e operativo per far fronte alle problematiche che la crisi aveva evidenziato nella loro attività, ma questo non è accaduto per CS. La mancanza della necessità di rivedere il proprio modo di operare ha condotto la banca agli scandali che si sarebbero presentati circa una decina di anni dopo e che hanno portato alla crisi di oggi.

Nel 2019 ci fu un primo scandalo di spionaggio da parte di CS nei confronti di un ex top manager che fu successivamente ingaggiato da UBS e che portò alla luce lo spionaggio anche di altre persone. Questa notizia, che potrebbe sembrare poco inerente all'attività finanziaria della banca, rappresentò uno scandalo soprattutto perché controversa rispetto alla cultura di riservatezza e discrezione che contraddistingue il Paese.

Dopo lo scoppio della pandemia e il lockdown forzato che rappresentò indubbiamente un periodo di difficoltà per la banca, vi erano molte speranze di ripresa e progresso nel 2021 che però non si realizzarono e al contrario l'anno scorso fu uno dei più complicati per la seconda banca svizzera coinvolta in due importanti scandali: Greensill e Archegos.

Il primo scandalo si verificò nel marzo dell'anno scorso quando la banca persuase i suoi più importanti clienti ad investire nei fondi assicurativi Greensill che successivamente risultò insolvente e quindi incapace di restituire i capitali investiti con un'esposizione della clientela di \$10bn. CS restituì \$6.7bn ma provocò oltre ad un esborso monetario, una forte crisi di fiducia da parte dei propri clienti ed investitori che si sentirono ingannati dalla banca che gli aveva promesso un investimento in titoli obbligazionari sicuri ma che così non si dimostrò.

Alcuni mesi dopo ci fu un altro scandalo che coinvolse la banca svizzera, ossia il fallimento del fondo speculativo Archegos che aveva operato scommettendo in maniera sproporzionata su alcuni titoli azionari utilizzando una forte leva finanziaria e finanziando la propria attività attraverso mutui concessi da diverse banche quali Morgan Stanley, UBS, Nomura e CS che, essendo la più esposta, registrò la più grande perdita in attività di trading della sua storia pari a \$5.5bn. Questo mise ulteriormente in discussione le

carenze del risk management e molte furono le domande anche sulle relazioni personali e di amicizia che coinvolgono gli executive manager della banca con i più importanti nomi della finanza internazionale.

Successivamente ci fu lo scandalo dei “tuna bonds” che videro CS coinvolta nella concessione di un finanziamento allo Stato del Mozambico ufficialmente per investimenti nella pesca di tonno, la marina militare e per combattere i ribelli, ma di cui un ammontare rilevante venne sottratto da parte di banchieri, intermediari e ufficiali locali.

L’ultimo episodio di corruzione furono le accuse verso CS di aver aiutato bande bulgare nell’attività di riciclaggio di denaro proveniente dal traffico di droga tra il 2004 e 2007 e questo mise in luce dati sull’attività bancaria nascosta ed evidenziò l’inefficienza e irrilevanza dell’attività di risk-management e di controllo di antiriciclaggio dell’istituto svizzero. Quello che era importante era la protezione della propria clientela e il segreto professionale anche a costo di nascondere attività illegali e pericolose.

Questi scandali, uniti al fatto che la banca cerchi di nascondere informazioni sulla propria clientela, ha portato ad un incremento della sfiducia e preoccupazione degli investitori e di gran parte della clientela nei confronti dell’istituto svizzero.

Nelle ultime settimane si è verificata una vera corsa alle vendite del titolo di CS, alimentata dalle notizie sempre più diffuse di un probabile collasso della banca.

Da come si può notare nel grafico sottostante, il prezzo delle azioni ha subito un crollo arrivando ad un valore poco inferiore a CHF 4 per azione e registrando una perdita mese su mese del 21% e di quasi il 60% anno su anno.



Fonte: CNBC

A pesare sull’andamento negativo del titolo ci sono le preoccupazioni degli investitori, della clientela e delle controparti sulla solidità del bilancio della banca svizzera e a poco servono le rassicurazioni dell’esecutivo che ha dichiarato come il prezzo delle azioni non corrisponda alla reale situazione patrimoniale della banca. Lo stesso CEO della banca

(Ulrich Körner) dichiara una “forte” posizione patrimoniale ed un’elevata liquidità, ma proprio questa dichiarazione ha avuto l’effetto opposto sul mercato innescando una maggior agitazione da parte degli operatori. I dati di bilancio del secondo semestre sembrano confermare le parole dell’esecutivo dimostrando una situazione di salute della banca: il valore dell’indice Common equity Tier 1 era pari a 13,5% e il Liquidity coverage ratio si attestava a 191%, dati buoni e in linea con le altre banche svizzere.

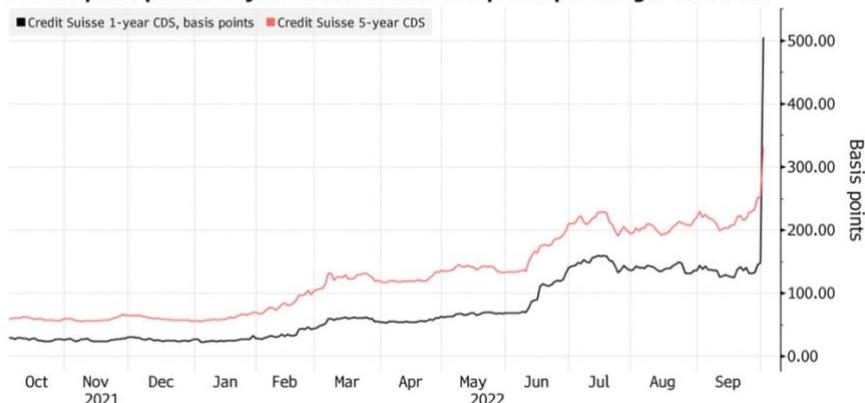
Le preoccupazioni rimangono in particolare per quanto riguarda la liquidità della banca, problema che come sopra descritto non sembrerebbe sussistere ma si tratta di un dato fortemente volatile per le banche, in quanto un calo della fiducia potrebbe scatenare in poco tempo una corsa agli sportelli, la richiesta di tornare i propri investimenti da parte degli investitori istituzionali e un mancato rinnovo e concessione di finanziamenti da parte delle altre banche.

Preoccupazione vi è anche rispetto alla presenza di “asset tossici” all’interno del bilancio maggiori delle aspettative e la presenza di prestiti insoluti di cui la banca farebbe fatica a liberarsi. Anche in questo caso i dati sulla consistenza patrimoniale sono buoni e anche la qualità dei prestiti e delle sue attività è elevata.

Nel frattempo, la criticità della situazione è stata confermata anche dall’aumento del costo dei Credit default Swap sui titoli di Credit Suisse. Il 3 ottobre 2022 il prezzo dei CDS a 5 anni sui titoli della banca svizzera è aumentato di 100bp, con una quotazione di 350bp e ancora più drammatica è la situazione se si confronta il prezzo con i CDS a 1 anno; quest’ultimi hanno registrato un valore pari a 500bp. Un aumento che si può definire esponenziale e che supera il valore raggiunto durante la crisi del 2008, rappresentando la forte preoccupazione di un fallimento della banca nel breve termine.

Soaring Prices

Market panic pushes 1-year Credit Suisse CDS prices past longer contracts



Fonte: Bloomberg



CONCLUSIONE

Il primo fine settimana di ottobre i dirigenti di Credit Suisse hanno chiamato direttamente i più importanti clienti cercando di rassicurare gli stessi sulla solidità della banca, ma quello di cui necessitano i mercati e gli stakeholder sono proposte di un piano di risanamento della stessa. Per questo bisogna però aspettare la fine di ottobre quando la banca comunicherà il piano di revisione strategica insieme ai dati del terzo trimestre. Sembrerebbe, quindi, che fino ad allora la banca dovrà convivere con una forte incertezza che si riflette sui mercati con una volatilità nel valore del titolo di CS, delle proprie obbligazioni e dei CDS a copertura delle stesse.

Diverse sono le possibili opzioni al vaglio dell'esecutivo di CS.

Un'idea che sta circolando in questi giorni è quella di procedere alla vendita di gran parte degli asset della banca al fine di dismettere una parte rilevante della banca di investimento e aumentare gli investimenti in altre aree di attività, come quella della gestione patrimoniale, per diversificare le entrate e coprire le perdite generate dall'attività di investimento; si prevede poi necessario un taglio dei costi che include anche migliaia di posti di lavoro.

La banca necessita di un aumento di capitale stimato dagli esperti in CHF 10bn, ma molte sono le voci per cui i suoi azionisti principali arabi e americani non intendano procedere per questa strada.

In data 7 ottobre la banca ha comunicato che effettuerà un buy-back dei propri titoli di debito senior tra il 3 e 10 novembre per un valore totale di CHF 3bn, dichiarando questa operazione coerente con il loro approccio proattivo alla gestione delle passività e ottimizzazione dei tassi di interesse, nonché reso favorevole dalle condizioni di mercato che permettono di riacquistare i loro titoli di debito a prezzi interessanti.

In attesa della fine di ottobre, alcuni analisti non escludono la possibilità che la banca possa essere rilevata da un concorrente o che vi sia un salvataggio dello Stato, anche se allo stesso modo molti ritengono che quest'ultima opzione non sia necessaria.

Quindi, molti rimangono i dubbi su quelle che saranno le decisioni che l'executive della banca dovrà adottare, ma sicuramente l'unica certezza è che i tempi sono molto brevi e che al più presto è necessario intervenire in modo considerevole per riportare stabilità nei mercati e nell'operatività dell'istituto.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

Matteo Novarini, Forbes: *“Lo scandalo dei conti segreti Credit Suisse: nascosti 100 miliardi legati ad attività criminali”*, 21/02/2022

Michael Getler, The Washington Post: *“Credit Suisse Scandal Casts Shadow Over Swiss Banks”*, 22/05/1977

AGI: *“Lo scandalo che coinvolge Credit Suisse per 18 mila conti legati alla criminalità”*, 21/02/2022

Franco Zantonelli, La Repubblica: *“La maledizione di Credit Suisse: troppi scheletri nei caveau”*, 21/02/2022

Lukas Hässig, Inside Paradeplatz: *“Die CS mitten im Überlebenskampf”*, 23/09/2022

Owen Walker, Financial Times: *“Credit Suisse reassures investors over its financial strength”*, 03/10/2022

Robert Smith e Owen Walker, Financial Times: *“Credit Suisse CDS hit record high as shares tumble”*, 03/10/2022

Corriere del Ticino: *“Le azioni di Credit Suisse in caduta libera”*, 03/10/2022

Joseph Hanlon, The Guardian: *“Mozambique fell prey to the promise of fabulous wealth – now it can't pay nurses”*, 27/01/2017

Paola Valentini, Milano Finanza: *“Credit Suisse inizia la ristrutturazione. Riacquista 3 mld di dollari di bond. Il titolo rimbalza”*, 07/10/2022

<https://www.credit-suisse.com/it/it.html>

