



Dipartimento di Scienze Politiche
Cattedra di Politica Economica

DEREGOLAMENTAZIONE e DERIVATI
Le cause scatenanti la crisi dei subprime

RELATORE

Prof. Paolo Garonna

CANDIDATO

Tommaso De Angelis

Matr.076262

ANNO ACCADEMICO

2016/2017

DEREGOLAMENTAZIONE E DERIVATI

Le cause scatenanti la crisi dei subprime

<i>Introduzione</i>	2
<i>1.1I Fondi immobiliari</i>	3
○ <i>Mutuo subprime</i>	5
<i>1.2 La Deregolamentazione</i>	7
<i>1.3 Il Mercato dot.com: analogie e differenze</i>	10
<i>2.1 La cartolarizzazione</i>	14
<i>2.2 I Derivati</i>	18
○ <i>5 passaggi per la creazione dei derivati</i>	20
<i>3. 2007: l'Avvento della crisi</i>	30
○ <i>USA</i>	30
○ <i>UE</i>	31
<i>Conclusione</i>	34
<i>Bibliografia</i>	36
<i>Abstract</i>	37

INTRODUZIONE

Negli ultimi mesi del 2007, una terribile crisi economica investì dapprima gli Stati Uniti e poi si diffuse a tutto il mondo occidentale e marginalmente anche a quello orientale.

Fu la peggiore dal crollo della borsa di New York del 1929, ebbe inizio con il mercato immobiliare e divenne poi una crisi finanziaria.

Quali furono i fattori scatenanti?

Come si propagò oltreoceano?

Perché fallì un gigante come *Lehman Brothers*?

Di chi furono le responsabilità?

Attraverso l'analisi degli scritti più autorevoli cercheremo una spiegazione dettagliata per ogni passaggio che inesorabilmente spinse l'economia mondiale sempre più verso il collasso.

Ci fu chi, con largo anticipo ed estrema precisione, predisse ciò che si è poi verificato.

Perché allora, se c'erano già state avvisaglie e dati incontestabili, non si riuscì ad evitare il disastro?

Vennero bruciati posti di lavoro, proprietà, risparmi, danni per miliardi di dollari.

La nostra analisi partirà da tempi non sospetti in cui gli investimenti sull'immobiliare non avevano nulla di pericoloso, o almeno di tossico, data la regolamentazione del sistema economico americano.

Tempi in cui il "Glass Steagall Act" precludeva la possibilità per le banche commerciali di agire anche da banche di investimento, in modo da mantenere separati i due circuiti, non permettendo così che le seconde trascinassero a fondo le prime in caso di caduta dei titoli azionari.

Il passaggio critico perché la maggiore economia mondiale andasse incontro al disastro fu il salvataggio delle Casse di Risparmio, le S&L (Savings and Loan): la copertura dello scoperto da parte dello Stato fece nascere negli alti dirigenti delle banche la convinzione e la possibilità di scaricare ogni rischio di insolvenza al di fuori della responsabilità bancaria, trasformando e "cartolarizzando" i vari mutui sottoscritti dai privati in vere e proprie fonti di guadagno a rischio zero, sicure oltre ogni modo.

1.1 I FONDI IMMOBILIARI

Nel corso degli ultimi vent'anni il settore del risparmio ha subito un processo di profonda trasformazione che ha permesso agli operatori di offrire alla propria clientela servizi sempre più innovativi, in grado di soddisfare la domanda crescente di nuovi prodotti finanziari. Nascono così Fondi Comuni di Investimento Immobiliari: questi consentono di trasformare investimenti immobiliari, che per loro natura richiedono tempi più lunghi degli investimenti di tipo mobiliare, in quote di attività finanziarie che consentono di generare liquidità senza che l'investitore debba acquisire direttamente un immobile.

I fondi immobiliari investono il patrimonio in misura non inferiore ai due terzi (del patrimonio) in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari; sono fondi chiusi, ovvero prevedono un diritto al rimborso della quota sottoscritta solo ad una certa scadenza.

I fondi immobiliari sono classificati in base ai soggetti ai quali si rivolgono (retail / investitori qualificati), alle modalità di acquisizione degli immobili (apporto / non ad apporto) e alla politica di distribuzione dei dividendi (a distribuzione / ad accumulazione).

La durata minima prevista da queste particolari tipologie di investimento finanziario è pari a 10 anni mentre la massima può raggiungere anche i 30. La data di scadenza segna anche il momento in cui il patrimonio verrà ripartito, e distribuito, come stabilito all'interno del prospetto informativo.

I fondi immobiliari nascono con una dotazione iniziale prestabilita di patrimonio, variabile per effetto delle normali variazioni di valore connesse all'apprezzamento/deprezzamento dei beni. Tale patrimonio viene suddiviso in un numero predeterminato di quote.

La prima fase della nascita di un fondo immobiliare parte con la sua sottoscrizione. Obiettivo del fondo è infatti quello di raccogliere un determinato ammontare di denaro presso i suoi sottoscrittori (investitori), denaro che sarà poi utilizzato per la gestione del portafoglio. Le sottoscrizioni sono aperte fino al raggiungimento di tale ammontare e, raggiunto il capitale necessario, vengono chiuse.

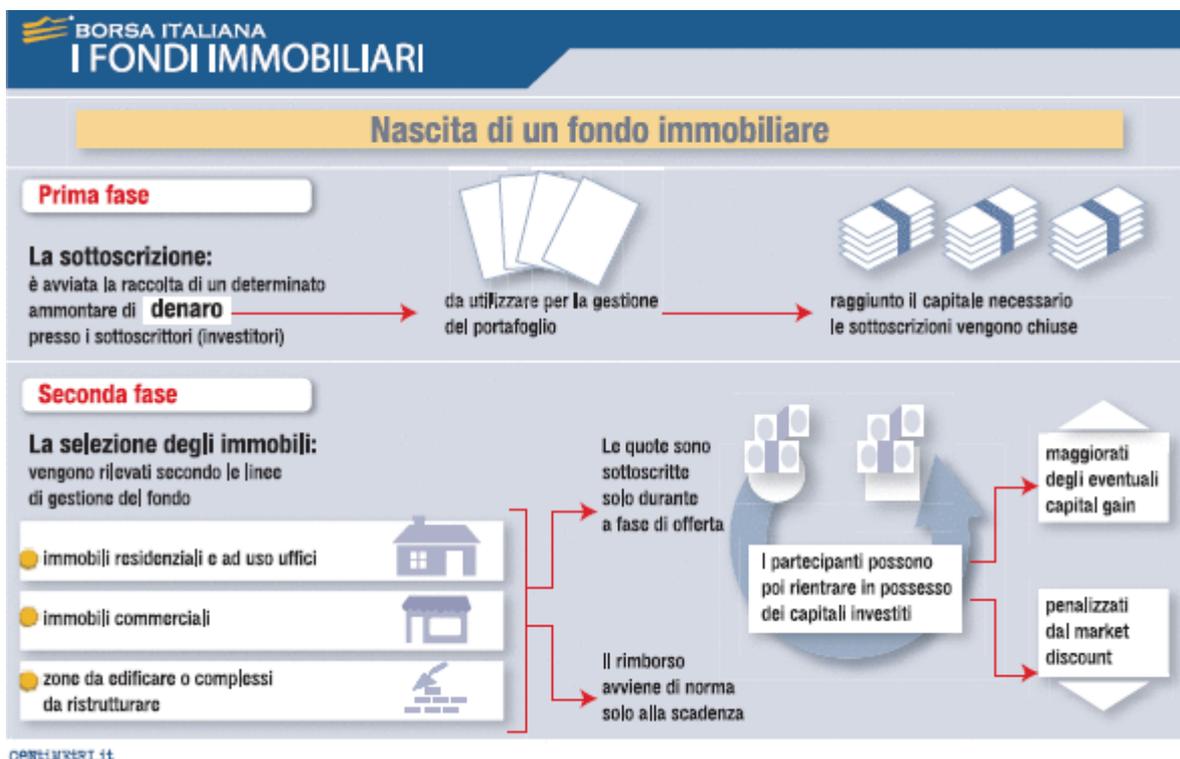
Vi è poi una seconda fase, in cui, una volta che il denaro è stato raccolto, il fondo seleziona gli immobili da rilevare. Gli immobili vengono selezionati secondo le linee di gestione del fondo: alcuni fondi privilegiano immobili residenziali e ad uso uffici, altri immobili commerciali (centri e gallerie commerciali in particolare), altri ancora zone da edificare o complessi da ristrutturare.

Le quote possono essere sottoscritte, entro i limiti della disponibilità del fondo, solo durante la fase di offerta ed il rimborso avviene di norma solo alla scadenza; resta invece possibile acquistarle o venderle in un mercato regolamentato nel caso siano negoziabili.

La quotazione in un mercato regolamentato è prevista dalla legge e garantisce al capitale una maggiore liquidabilità. I partecipanti possono poi rientrare in possesso dei capitali investiti, maggiorati degli eventuali capital gain o penalizzati dal market discount, ovvero dalla differenza che esiste in un determinato momento tra il prezzo di mercato e il valore patrimoniale della quota.

Il principale vantaggio di questa tipologia di investimento per il cliente è quello di entrare in possesso di uno strumento nuovo rispetto a quelli tradizionali (fondi comuni, obbligazioni, polizze, azioni), legato ad un tipo di investimento, gli immobili, non coperto dagli altri strumenti finanziari e svincolato da altri indici o mercati.

Lo svantaggio invece è legato al fatto che il fondo immobiliare è uno strumento di medio e lungo periodo: andrebbe quindi, almeno in teoria, acquistato in sede di emissione e conservato fino a scadenza. Nonostante poi molti fondi immobiliari siano quotati anche in borsa, e quindi è possibile negoziarli anche prima della loro scadenza, restano strumenti molto meno liquidi rispetto alle azioni e può essere più difficile trovare a breve tempo una controparte. Questo implica che spesso, come nell'acquisto-vendita di un immobile, ci si trovi a doversi accontentare di un valore inferiore a quello della propria quota.¹



¹Borsaitaliana.it

I presupposti della crisi risalgono al 2003, quando cominciò ad aumentare in modo significativo l'erogazione di mutui ad alto rischio, ossia a clienti che in condizioni normali non avrebbero ottenuto credito poiché non erano in grado di fornire sufficienti garanzie.

I fattori che hanno stimolato la crescita dei mutui subprime sono riconducibili, tra l'altro, alle dinamiche del mercato immobiliare statunitense e allo sviluppo delle cartolarizzazioni.²

MUTUO SUBPRIME

Prestito immobiliare che, nel contesto finanziario statunitense, viene concesso al mutuatario che non può godere delle condizioni migliori, quelle riservate alla clientela primaria. È un prestito che comporta un elevato rischio per il creditore perché il soggetto a cui viene concesso è caratterizzato da una limitata capacità di rimborsare puntualmente quanto ricevuto. Il prefisso *sub-* fa proprio riferimento alla condizione non ideale (*prime*), in merito al maggior grado di rischio implicito nel suddetto rapporto creditizio. Il mutuatario può avere un passato contraddistinto da rate scadute non rimborsate, procedimenti di espropriazione forzata o bancarotta, elevata probabilità di default. A fronte del maggior rischio, il mutuo subprime è gravato da un tasso d'interesse più elevato e da maggiori oneri.

Caratteristica comune a tutte le forme di mutuo subprime è quella di far perno su aspettative di continua crescita del valore dell'immobile. Qualora la rata risulti eccessivamente onerosa vi è la possibilità, in ultima istanza, di vendere la residenza o di consegnarla all'erogatore del prestito. La ratio sottostante ai mutui subprime è quella di ampliare l'accesso al credito ipotecario a una vasta platea di persone che tradizionalmente ne rimarrebbero esclusi.

Lo sviluppo del mercato dei mutui subprime è stato incentivato dalla concomitanza di diversi fattori. Per gli intermediari, la spinta a elargire mutui a prenditori sempre più rischiosi è stata favorita da: - interventi legislativi che, fin dal 1977, hanno generato un ampliamento delle tipologie di prestatori; - elevata liquidità, derivante dall'avvio nel 2001 di una politica monetaria espansiva della Federal Reserve; - possibilità di trasferire il connesso rischio di credito sul mercato finanziario, tramite operazioni di cartolarizzazione e prodotti finanziari strutturati.

Tassi di interesse bassi equivalevano a un basso costo del denaro per i prenditori dei fondi, ossia per le famiglie che richiedevano mutui ipotecari, e finirono pertanto con lo stimolare la domanda di abitazioni alimentandone ulteriormente i relativi prezzi. La bolla immobiliare, inoltre, rendeva

² Consob.it

conveniente la concessione di mutui da parte delle istituzioni finanziarie che, in caso di insolvenza del mutuatario, potevano comunque recuperare il denaro prestato attraverso il pignoramento e la rivendita dell'abitazione.³

Questi mutui anche se rispettavano le condizioni imposte dal mercato americano di un anticipo pari al 20%, erano generati in maniera tale da sovvenzionare il 100% del valore della casa, e avere dei tassi d'interesse variabili.

Però è evidente che tale situazione ha una sua sussistenza solamente fino a che il prezzo delle case cresca in misura maggiore o uguale a quello dei mutui, perché nello stesso momento in cui non fosse più conveniente per i cittadini ripagare i mutui, questi ultimi si sarebbero macchiati di insolvenza (forti del fatto che il sistema giudiziario statunitense non prevede che le banche possano rivalersi sui mutuatari inadempienti oltre il pignoramento della casa).

I mutuatari non hanno la possibilità di accedere ai normali tassi d'interesse di mercato. Il prestito subprime si concede, infatti, a chi possiede un "rating di credito" inferiore al minimo consentito. Questa caratteristica rende le conseguenti operazioni di cartolarizzazione eseguite su di essi più rischiose rispetto a quelle legate a contratti di mutuo. Il rimborso delle notes emesse a fronte dell'operazione di cartolarizzazione e sottoscritte dal mercato, infatti, avviene sulla base del rientro dei pagamenti dei mutui dei clienti, il cosiddetto "flusso di cassa generato dal portafoglio sottostante". La minore affidabilità dei mutuatari subprime, rispetto ai normali destinatari di contratti di mutuo e la facilità con la quale molte banche hanno collocato sul mercato strumenti finanziari collegati a un mutuo subprime, hanno determinato la difficoltà delle banche statunitensi di adempiere agli obblighi assunti nei confronti dei sottoscrittori degli strumenti finanziari emessi con le cartolarizzazioni, il tutto con effetti estesi anche al di là del solo contesto dei subprime.⁴ Inoltre gli stessi operatori che concedevano mutui, avevano interesse per generarne sempre di nuovi, con una visione molto miope della situazione, in modo tale da poter ricevere i premi per il loro lavoro: la presenza di premi sul profitto è stata una delle maggiori cause per cui si sono prese scelte che, ex post, si possono definire scellerate in vari settori dell'economia e che hanno contribuito non tanto alla nascita della crisi quanto piuttosto ad aggravare le dimensioni della stessa.

³ Consob.it

⁴ Ilsole24ore.com

Tale sistema si basava sulla costante crescita dei prezzi delle abitazioni sul suolo statunitense; quindi, anche se un mutuo aumentava il suo importo nel tempo (vantaggioso per le banche, poiché avevano un profitto maggiore rispetto all'importo prestato) il valore delle case aumentava in maniera uguale o maggiore rispetto alla crescita della spesa per il mutuo (vantaggioso per il contraente del mutuo, che così alla fine del pagamento del mutuo possedeva un immobile che aveva un valore maggiore rispetto a quello del momento dell'acquisto).

La cessione del rischio apportava nuova liquidità utilizzabile per concedere nuovi mutui. Per i mutuatari hanno agito sia le condizioni più favorevoli di accesso al credito sia il valore crescente degli immobili e le attese di realizzare un investimento vantaggioso. La degenerazione del mercato, in concomitanza con l'inversione della politica monetaria e lo scoppio della bolla immobiliare, ha aumentato la morosità e l'insolvenza dei mutui subprime innescando, nel 2007, una crisi finanziaria senza precedenti.

1.2 LA DEREGOLAMENTAZIONE

E' fondamentale individuare alcuni momenti cruciali della deregolamentazione, che sono centrali per la conformazione dei mercati nel pre-crisi.

La separazione tra banche commerciale e intermediari finanziari, imposta con il Glass Stegall Act per impedire che i risparmi depositati nelle banche commerciali venissero investiti in mercati a rischio, appariva un ostacolo alla fluida circolazione della liquidità.

La single capacity, imposta per evitare conflitti di agenzia in danno dei risparmiatori, non consentiva ammortizzatori dei prezzi. Meglio allora la dual capacity, dealer/broker in grado di manipolare i prezzi in modo da ammortizzare l'eventuale andamento negativo delle contrattazioni, passando così ad un mercato di *market maker*.

Con il Financial Service Act si eliminò il divieto alla single capacity: l'intermediario può ora scegliere di volta in volta come posizionarsi rispetto alla controparte, se in conto proprio o per conto terzi. Si allontana la trasparenza dei mercati.⁵

⁵Giuseppe Di Gaspare, "Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria", Dinamiche del potere finanziario e crisi sistematiche, Cedam, 2011. - Le virtù trasformate in vizi-

Con la riformulazione di Basilea 2, le operazioni di finanziamento sui derivati appaiono più sicure di quelle nel mercato creditizio tradizionale verso le imprese di produzione e di servizi esposte alle insidie dell'economia reale e della competizione. Le regole per il calcolo prudenziale del risk management delle banche hanno avuto l'effetto di convogliare i flussi monetari dai depositi bancari verso gli investimenti nel mercato finanziario dei derivati.

A permettere questo spostamento di capitali è la alta valutazione di sicurezza data dalle agenzie di rating, che fa stare tranquille le banche riguardo i loro investimenti

La valutazione del merito del credito si sposta così fuori dalla banca, divenendo appannaggio delle agenzie di rating che valutano sia il merito del credito dei derivati, sia l'affidabilità degli emittenti.⁶

- GLASS STEAGALL ACT

La legge bancaria Glass-Steagall mirava a introdurre misure per contenere la speculazione da parte degli intermediari finanziari e prevenire le situazioni di panico bancario.

La prima misura fu quella di istituire la Federal Deposit Insurance Corporation con lo scopo di garantire i depositi, prevenire eventuali corse allo sportello e ridurre il rischio di panico bancario.

La seconda misura prevedeva l'introduzione di una netta separazione tra attività bancaria tradizionale e attività bancaria di investimento. In base alla legge, le due attività non poterono più essere esercitate dallo stesso intermediario, realizzandosi così la separazione tra banche commerciali e banche di investimento.

Alle banche era vietato di investire direttamente in borsa.

La *ratio* di tale ultimo provvedimento era quella di evitare che il fallimento dell'intermediario comportasse altresì il fallimento della banca tradizionale: in questo modo, si impediva, di fatto, che l'economia reale fosse direttamente esposta al pericolo di eventi negativi prettamente finanziari.

Nel 1999 il Congresso Americano, a maggioranza repubblicana, approvò una nuova legge bancaria: questa abrogava le disposizioni del Glass-Steagall Act del 1933, senza alterare le disposizioni che riguardavano la Federal Deposit Insurance Corporation.

L'abrogazione ha portato alla costituzione di gruppi bancari che, al loro interno, permettevano, seppur con alcune limitazioni, di esercitare sia l'attività bancaria tradizionale che l'attività assicurativa e di investment banking.

⁶ Giuseppe Di Gaspare, "Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria", Dinamiche del potere finanziario e crisi sistematiche, Cedam, 2011. – Basilea 2 ed il risk management-

Dopo l'abrogazione dell'atto di cui sopra, quando nel 2006 ebbe inizio l'insolvenza nel mercato dei mutui subprime, si scatenò una crisi di liquidità che si trasmise immediatamente all'attività bancaria tradizionale, in quanto quest'ultima in commistione con l'attività di investimento.

L'inizio della finanziarizzazione del settore immobiliare avvenne in realtà già durante l'Amministrazione Reagan. Con il Garn-St. Germain Depository Institutions Act (*GSGDIA*) del 1982 venne scardinata la responsabilità delle banche e delle casse di risparmio locali nella concessione dei mutui ipotecari; questa legge prevede anche la deresponsabilizzazione manageriale delle S&L, le banche di credito cooperativo.

Mentre prima del GSGDIA la copertura dei depositi era sotto garanzia federale e il management delle S&L manteneva la responsabilità civile e penale in caso di gestione disinvolta dei mutui, con questo atto legislativo i manager furono sollevati da ogni onere.⁷

La legge del 1982 è stata considerata, a buona ragione, la madre delle future bolle immobiliari.

Da quel momento, infatti, le S&L erano state incentivate a concedere mutui a clienti privi di adeguate garanzie, sapendo bene che essi erano comunque garantiti e che anche i depositi dei clienti erano assicurati dallo Stato.

Il GSGDIA ha la funzione di rafforzare la stabilità finanziaria delle ipoteche sulle case, concesse dalle istituzioni finanziarie per permettere l'accesso dei privati ai prestiti ipotecari per l'acquisto dell'abitazione.⁸

- GARN-ST. GERMAIN DEPOSITORY INSTITUTIONS ACT: è un atto del Congresso che deregolava le associazioni di risparmio e prestito e consentiva alle banche di fornire mutui a tasso variabile .

Il disegno di legge, il cui titolo completo era "Un atto per rivitalizzare l'industria dell'edilizia rafforzando la stabilità finanziaria degli istituti di credito ipotecario domestico e assicurando la disponibilità di prestiti ipotecari domestici", era un'iniziativa dell'Amministrazione Reagan .

L'atto ha voluto alleviare le pressioni sulle istituzioni di deposito quando la Fed ha aumentato i tassi di interesse per frenare l'alta inflazione degli anni '70.

⁷Giuseppe Di Gaspare, "Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria", Dinamiche del potere finanziario e crisi sistematiche, Cedam, 2011 – Il congegno pro-ciclico del finanziamento immobiliare-

⁸Giuseppe Di Gaspare, "Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria", Dinamiche del potere finanziario e crisi sistematiche, Cedam, 2011 – Il congegno pro-ciclico del finanziamento immobiliare-

I guasti di salvataggio divennero sempre più comuni e l'industria del risparmio e del prestito (S & L) e la sua assicuratrice, la Federal Savings and Loan Insurance Corporation, si trovarono ad affrontare un'insolvenza.

Nella sostanza, si consentì alle S&L di concedere prestiti garantiti dallo Stato.

Alla fine degli anni '80, le S&L sono alla bancarotta per i crediti concessi con troppa disinvoltura e successivamente in sofferenza, senza possibilità di essere recuperati.

E' il primo consistente crack, dopo gli anni Trenta, di una parte significativa del sistema bancario statunitense. Per evitare il fallimento, le S&L sono sottoposte ad una procedura di liquidazione amministrativa che accolla il loro debito ad un apposito fondo (trust), garantito dallo stato federale, istituito nel 1989. Un esborso di 140 miliardi di dollari a carico dal governo con il quale il rischio di insolvenza è stato trasferito allo stato federale. Il sistema bancario, a seguito della evitata bancarotta delle banche di credito cooperativo (S&L) scopre il vantaggio di mettersi in sicurezza con il nuovo metodo dell'esternalizzazione del rischio di credito. L'idea di trasferire il rischio su altri soggetti è geniale e al contempo semplice, inoltre è apparentemente priva di controindicazioni, perlomeno per le banche⁹.

Da lì in poi si decise di non tenere più i mutui nei bilanci delle banche, ma si optò per la vendita a terzi acquirenti del debito e il rischio ad esso correlato. Il debito veniva cartolarizzato e venduto, scaricando l'eventuale insolvenza del debito sul suo acquirente. A questo punto si innesca un ulteriore incentivo da parte delle banche di concedere mutui a chiunque, dato che queste non assumevano più il rischio dell'insolvenza del debito. Con la nascita della cartolarizzazione del debito ci fu anche il debutto del mercato dei derivati.

1.3 IL MERCATO DOT.COM: ANALOGIE E DIFFERENZE

Contestualmente a questa modifica all'interno delle norme procedurali, vi fu anche la nascita di una nuova tipologia di mercato, quello "dot.com".

A metà degli anni '90, una bolla speculativa legata alla scoperta delle nuove tecnologie informatiche ha generato la crisi del Dot.com.

Come ogni altra crisi generata da una bolla speculativa, la crisi del Dot.com si è sviluppata attraverso la classica sequenza:

⁹Giuseppe Di Gaspare, "La fabbrica dei derivati", Amministrazione in cammino

1. Estrema fiducia da parte degli investitori nelle potenzialità di un prodotto/azienda
2. Crescita rapida del prezzo del prodotto
3. Evento che fa vacillare le aspettative di importanti guadagni
4. Elevati flussi di vendite
5. Crollo finale del prezzo del prodotto.¹⁰

Il funzionamento di tale mercato però era completamente differente da quelli ad esso precedenti, come poteva essere il NYSE.¹¹

All'interno di questo mercato erano quotati in borsa titoli collegati a imprese o start-up connessi al mondo dell'innovazione informatica, in forte ascesa dagli anni '90, grazie alle scoperte tecnologiche che in quegli anni portavano un'innovazione continua e mai vista in quel settore. Questa tipologia di mercato si sviluppò sulla piattaforma del mercato NASDAQ, istituito nel 1971 dalla associazione dei dealer americani.¹²

L'euforia generale derivante dai concetti di 'sviluppo', 'progresso' e 'crescita', associati a un settore all'avanguardia come quello della *new economy*, alimentò le aspettative di futuri e continui aumenti del valore dei titoli emessi dalle aziende del comparto, a prescindere dalle informazioni espresse dai tradizionali indicatori di redditività (quali utili prodotti, indebitamento, beni materiali, disponibilità liquide, previsioni di crescita). Tali aspettative finirono con l'autorealizzarsi, a fronte dei massicci acquisti di titoli “.com “che sostenevano i corsi azionari verso una marcata sopravvalutazione delle società emittenti.¹³

Per andare incontro alle necessità di tali imprese, non si quotava più il valore delle aziende rispetto al valore attuale, ma rispetto al loro valore prospettico, in modo tale da poter dare la possibilità alle imprese di finanziarsi, senza dover essere troppo attenti ai fatturati che nel breve periodo per un'azienda emergente non sempre sono sufficienti per sostenere un alto numero di

¹⁰Consob.it

¹¹New York Stock Exchange

¹²Giuseppe Di Gaspare, “Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria”, Dinamiche del potere finanziario e crisi sistematiche, Cedam, 2011. - Transizione e transazione nella New Economy-

¹³Consob.it

azionisti. Era più facile però dare una valutazione errata dei valori prospettici delle nuove azioni.

L'attenzione del business sulla rapidità e frequenza delle trattazioni spinge in alto le quotazioni dei titoli e il volume degli scambi

Questo sistema andò bene fino a quando il mercato NASDAQ non ebbe un crollo del 75% del proprio valore tra il 2000 ed il 2001.

A marzo 2000 i bilanci pubblicati da diverse aziende mostrarono risultati deludenti, fornendo evidenza che l'investimento nelle società del comparto poteva rivelarsi non profittevole. Le quotazioni cominciarono a calare, per effetto delle vendite da parte di coloro che intendevano disinvestire prima che i titoli in portafoglio si svalutassero ulteriormente.

Il NASDAQ perse in tre giorni quasi il 9%.¹⁴

Nel corso del 2001 molte Dot-com companies chiusero o furono oggetto di operazioni di acquisizione e fusione.

Nel 2004, solo il 50% delle società quotate nel 2000 erano ancora attive a quotazioni infinitesimali rispetto ai loro massimi.

La FED, in risposta alla crisi dei dot.com, inaugurò un nuovo approccio di intervento, definito *ex post*. L'allora presidente della Federal Reserve, Alan Greenspan, riteneva preferibile "mitigare le ripercussioni delle eventuali bolle piuttosto che controllarle".

Con la modifica dell'art. 33 del Federal Reserve Act nasce la possibilità per la FED di comprare azioni in momenti in cui tutti volevano venderle: sono momenti in cui un'immissione di liquidità da un po' di respiro ai mercati azionari, aiutando così le banche di investimento.

Lo scoppio di questa bolla portò gli azionisti a spostare l'attenzione ad altri mercati come il mercato OTC.

La progressiva smaterializzazione dei mercati si articolò in tre tappe: - spostamento delle negoziazioni in ambiti operativi sempre più lontani dall'economia reale, dal NYSE al NASDAQ per arrivare poi al mercato OTC; - titoli sempre più inconsistenti, con rendimenti prospettici e potenziali piuttosto che con rendimenti attuali; - deregolamentazione dei mercati.

Il NASDAQ rappresentò l'anello di congiunzione tra il mercato ufficiale e il mercato-ombra, l'autoregolazione vigilata era ancora a metà strada tra regolazione pubblica del NYSE e libera autoregolazione privata del mercato OTC.

¹⁴Consob.it

Inoltre, il mercato dot.com non era completamente svincolato dall'economia reale e quando le prospettive non si realizzavano gli investitori erano chiamati a pagare.¹⁵

La ristrettezza fisica limitava l'offerta e fu la causa della sopravvalutazione dei titoli. Rimuovendo il vincolo dell'economia reale i titoli sarebbero stati in grado di rispondere alla domanda potenziale, molto maggiore.

Per costruire un mercato finanziario al riparo dai rischi e dai vincoli dell'economia reale, era necessario un ripensamento dei mercati finanziari.

Mercati in cui era necessario immaginare titoli completamente nuovi e diversi, in cui l'oscillazione di domanda e prezzi è ammortizzata.

Mercati che dovevano saper contenere e gestire la potenziale espansione, adeguatamente forniti di liquidità.

Queste piattaforme, inoltre, non erano soggette a vigilanza, trasparenza e obblighi, come nei mercati ufficiali.¹⁶ In questo modo, spostate le negoziazioni fuori dai mercati di borsa e messi fuori dai bilanci delle banche i mutui e i derivati, l'attività complessiva delle banche sfuggiva legalmente nel mercato-ombra.

Uno dei punti fondamentali perché si arrivò alla spaventosa crisi che investì il mondo occidentale fu il passaggio da società di broker, in cui questi ultimi mantenevano, almeno dal punto di vista legale, una facciata di responsabilità, a società di capitali, in cui decadeva la responsabilità personale dei vari soci per gli atti della società.

Questa completa deresponsabilizzazione pose le basi per l'azzardo morale degli azionisti nei confronti degli investitori.

Il moral hazard è proprio la tendenza ad agire con minori cautele se si è adeguatamente assicurati contro le conseguenze della propria imprudenza.¹⁷

I meccanismi di retribuzione basati su bonus per singole operazioni incitavano e giustificavano tali comportamenti.

In caso di fallimento delle banche di investimento, a risponderne sarebbe stato così esclusivamente il capitale sociale, non più i soci, se non nel limite della quota del capitale sociale che detenevano.

Non c'era alcun freno o ostacolo quindi ad investire in situazioni rischiose, sicuramente più remunerative.

¹⁵ Giuseppe Di Gaspare, "Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria" Dinamiche del potere finanziario e crisi sistematiche, Cedam, 2011. - Deregolamentazione e smaterializzazione-

¹⁶ Giuseppe Di Gaspare, "Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria", Dinamiche del potere finanziario e crisi sistematiche, Cedam, 2011. -OTC! L'approdo al mercato-ombra-

¹⁷ Giuseppe Di Gaspare, "Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria", Dinamiche del potere finanziario e crisi sistematiche, Cedam, 2011. - Dalla responsabilità giuridica all'azzardo morale-

Gli azionisti lasciavano carta bianca ai manager, che azzardavano come vogliono.¹⁸

Affinchè si sviluppasse il mercato OTC, quindi, oltre alla deregolamentazione avvenuta nel corso degli anni '80 e '90, fu necessario un netto cambiamento del comportamento delle banche, con il passaggio da originate-to-hold all'assetto originate-to-distribute: ridussero le loro attività di prestiti a termine alla clientela e cessarono di tenere all'interno del circuito bancario la gestione del credito fino alla scadenza. Questo spostamento al di fuori della banca di rischio di insolvenza allentò i vincoli prudenziali nel rilascio di prestiti.¹⁹

2.1 LA CARTOLARIZZAZIONE

Oltre alla bolla immobiliare e ai bassi tassi di interesse, la crescita dei mutui subprime è stata sostenuta anche dallo sviluppo delle operazioni di cartolarizzazione, ossia dalla possibilità per gli istituti creditizi di trasferire i mutui, dopo averli 'trasformati' in un titolo, a soggetti terzi (le cosiddette società veicolo²⁰) e di recuperare immediatamente buona parte del credito che altrimenti avrebbero riscosso solo al termine dei mutui stessi (10, 20 o 30 anni dopo).

La cartolarizzazione consentiva alle banche, apparentemente, di liberarsi del rischio di insolvenza dei prenditori dei fondi e indeboliva così l'incentivo a valutare correttamente l'affidabilità dei clienti. Le società veicolo, dal canto loro, finanziavano l'acquisto dei mutui cartolarizzati mediante l'offerta agli investitori di titoli a breve termine.²¹

È un'operazione finanziaria consistente nella cessione di crediti o di altre attività non negoziabili, ma suscettibili di generare flussi di cassa pluriennali, e nella loro contestuale conversione in titoli negoziabili sui mercati regolamentati.

¹⁸Giuseppe Di Gaspare, "Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria", Dinamiche del potere finanziario e crisi sistematiche, Cedam, 2011. –La mutazione genetica del sistema bancario-

¹⁹Giuseppe Di Gaspare, "Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria", Dinamiche del potere finanziario e crisi sistematiche, Cedam, 2011– La mutazione genetica del sistema bancario-

²⁰Le società veicolo (Special purpose vehicle – SPV –) presentavano all'attivo gli impieghi a medio e lungo termine ceduti dalle banche e al passivo titoli a breve termine (le cosiddette Assetbacked commercial paper – ABCP-), garantiti dalle attività bancarie cedute e assistiti da linee di liquidità messe a disposizione dalle banche stesse. Una modalità alternativa di cartolarizzazione prevedeva l'emissione dei cosiddetti Collateralised Debt Obligations (CDO) sempre tramite apposite società veicolo (spesso indicate anch'esse con la sigla CDO) e operazioni di ricartolarizzazione, nelle quali le attività sottostanti erano in prevalenza titoli strutturati

²¹ Consob.it

Il soggetto cessionario dei crediti oggetto di cartolarizzazione, che assumeva anche la funzione di intermediatore finanziario, poteva emettere a fronte dei crediti a esso ceduti quote di partecipazione a fondi d'investimento, ovvero poteva emettere e negoziare sui mercati finanziari titoli corrispondenti ai crediti ceduti. Il soggetto cessionario-intermediatore poteva quindi essere sia un fondo d'investimento abilitato a tale tipo di operazioni finanziarie, sia una società specificatamente costituita per la gestione di crediti cartolarizzati.

La tecnica finanziaria è definita nel modello originate-to distribute, antitetico al concetto stesso di banca che invece si basa sul modello originate-to-hold. In sostanza con la cartolarizzazione il rischio di credito viene trasferito dalla banca agli obbligazionisti e la banca libera risorse di capitale. I beni o attività sono ceduti a terzi, e il recupero da parte dei terzi del valore di questi beni o attività dovrebbe garantire la restituzione del capitale e delle cedole di interessi indicate nell'obbligazione. Se tale recupero non è possibile, chi ha comprato titoli cartolarizzati incorre nella perdita sia del capitale versato che degli interessi dovuti.

Per lo più i beni ceduti erano costituiti da crediti; tuttavia potevano essere immobili, strumenti derivati o altro. I beni venivano ceduti a società-veicolo che ne versavano al cedente il corrispettivo economico ottenuto attraverso l'emissione ed il collocamento di titoli obbligazionari. Le obbligazioni emesse sono divise in classi a seconda del rating (AAA, AA, BBB, BB ecc. fino alla partecipazione azionaria), con un merito creditizio che è minore quanto più è alto il livello di subordinazione nella restituzione del debito obbligazionario.

Per effetto delle cartolarizzazioni, le banche rientravano in tempi rapidi nella disponibilità del denaro prestato, che potevano riutilizzare per erogare altri mutui a clienti la cui affidabilità veniva valutata in maniera sempre meno accurata. Grazie alla cartolarizzazione, le istituzioni finanziarie poterono espandere enormemente le attività in rapporto al capitale proprio (fenomeno del leverage o leva finanziaria). Ciò consentiva loro di realizzare profitti molto elevati, ma le esponeva anche al rischio di perdite ingenti.²²

Un soggetto, denominato originator, raccoglie sul mercato un certo numero di crediti (esempio interessi sui mutui). L'originator, successivamente trasferirà i crediti ad una Special Purpose Vehicle (SPV), una società veicolo. La SPV riceverà, da quel momento in poi, i pagamenti per gli

²² Consob.it

interessi e per la restituzione del capitale, effettuati da coloro che hanno sottoscritto i mutui. La SPV, per finanziarsi, emetterà obbligazioni che vengono sottoscritte dagli investitori che dispongono di un surplus di liquidità. Queste obbligazioni sono strutturate in *tranche*, e ad ognuna di esse viene attribuito un rating (dalla AAA alla BB normalmente). Ordinate a partire dalla meno rischiosa, che di conseguenza coincide con la meno redditizia, le tranche si possono distinguere in:

- tranche senior
- tranche mezzanine
- tranche equity

Il pagamento delle tranche avviene a cascata: vengono pagate prima di tutto le tranche meno rischiose (senior) e successivamente le tranche più rischiose (mezzanine ed equity).

La suddivisione in tranche permette di distribuire il rischio: le tranche senior, meno rischiose e che garantiscono interessi inferiori, potranno essere sottoscritte da soggetti poco propensi al rischio; le tranche equity permetteranno una maggiore speculazione da parte dell'investitore, a patto che abbia una propensione al rischio maggiore.

Gli interessi pagati dai contraenti dei finanziamenti sottostanti, serviranno a pagare gli interessi passivi delle obbligazioni.

La cartolarizzazione consente ad una banca di trasformare attività per definizione illiquide (come un mutuo) in attività liquide. Questo avviene poiché, trasferendo i finanziamenti alla SPV, otterrà il corrispettivo in denaro (spogliandosi però dal diritto della restituzione del capitale e degli interessi del mutuo), risultando più liquida e consentendole di replicare il processo (concessione di ulteriori mutui e successiva cartolarizzazione degli stessi).

La Special Purpose Vehicle normalmente non è tenuta a rispondere di un eventuale fallimento dell'originator.

La garanzia deve essere pagata dalle banche a prezzi di mercato, e può essere posta solo sulla *tranche* senior delle obbligazioni emesse dalla società-veicolo (o badbank), che effettua la cartolarizzazione.

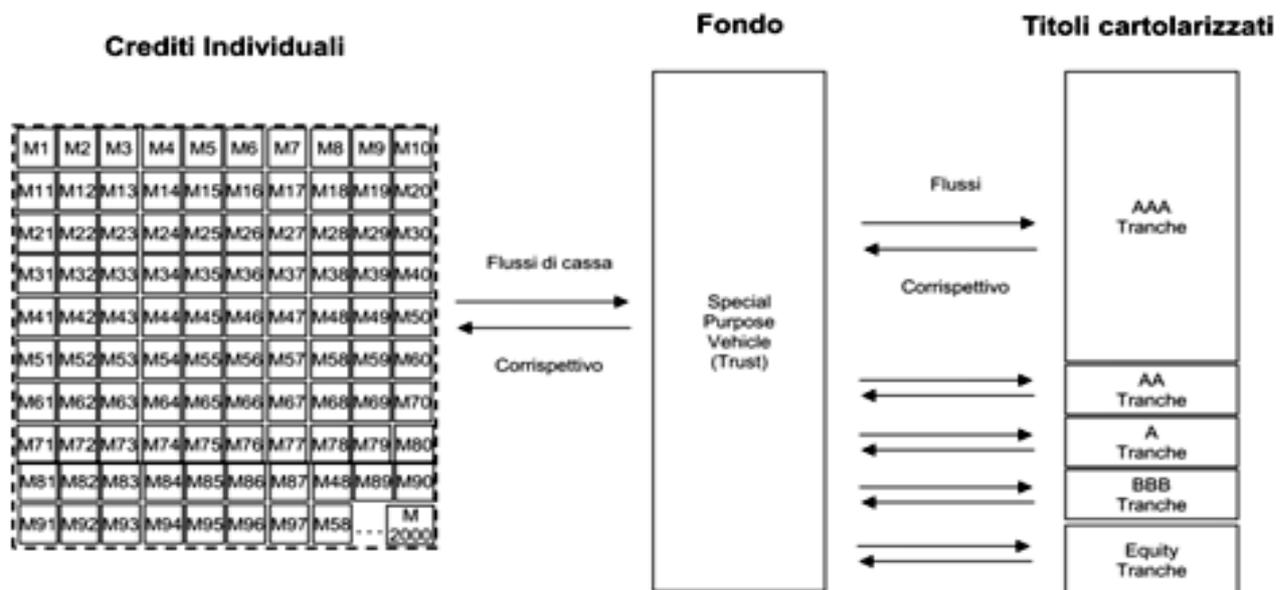
Diversamente, la garanzia statale è considerata un "aiuto di Stato", vietata e sanzionata pesantemente dal diritto antitrust dell'Unione Europea, e farebbe scattare il bail-in, la cancellazione o conversione in azioni su almeno l'8 per cento delle passività della banca oggetto di aiuto.

Il processo di cartolarizzazione consiste in una specie di alchimia finanziaria che tramuta una attività finanziaria indivisa – per esempio, un credito – in una attività divisa e vendibile.

Supponiamo che la banca abbia fra le sue attività un certo numero di prestiti immobiliari; la banca può decidere di cartolarizzarli, cioè di emettere dei titoli che hanno come garanzia quei mutui. Questi titoli sono poi venduti a investitori privati o istituzionali, e così la banca rientra dei soldi prestati ai mutuatari: i fondi che la banca ottiene possono essere usati per espandere la propria attività. I titoli cartolarizzati hanno una scadenza e un tasso di interesse, come le obbligazioni normali, e il servizio del debito è legato ai rimborsi e ai pagamenti di interessi da parte degli originali mutuatari. La banca, oltre al vantaggio di mobilizzare quelle attività poco liquide, si viene a spogliare anche del rischio legato a quei mutui: il rischio è passato agli investitori.

Le attività a fronte delle quali avviene la cartolarizzazione possono essere le più diverse: dai mutui ai crediti connessi alle carte di credito, da singoli prestiti concessi a grossi prenditori di fondi ai prestiti agli studenti universitari, o a un portafoglio di "microprestiti" per gli acquisti di auto.

Le cartolarizzazioni presentano modalità diverse per quanto riguarda il trasferimento di rischio. Nel caso dei mutui, ad esempio, allentano il rapporto fra mutuante e mutuatario e possono quindi portare, come è successo in America nel caso dei subprime, a una troppo facile concessione di prestiti immobiliari. Fra le riforme volte ad attenuare questo problema c'è l'imposizione di un obbligo di mantenere nei bilanci dell'ente che cartolarizza una porzione dei titoli cartolarizzati, così da allineare gli interessi degli investitori con quelli dell'emittente.²³



²³lsole24ore.com

2.2 I DERIVATI²⁴

I derivati sono titoli cartolari, così definiti in quanto separati e autonomi rispetto al loro rapporto sottostante, da cui prendono origine.²⁵

Piuttosto che tenere i mutui nei bilanci delle banche per decenni (generate and hold), per evitare di appesantire il bilancio ed accrescere il rischio di fallimento in caso di insolvenza dei mutui stessi, conviene vendere a terzi acquirenti (generate and distribute) il debito ed il rischio ad esso correlato.

Per vendere debito e rischio è stata inventata la cartolarizzazione.

Inscritto il debito derivante dai mutui in un titolo di credito autonomo questo viene poi venduto dalle banche emittenti tramite la cartolarizzazione. I diritti di credito nascenti da sottostanti contratti di mutuo una volta cartolarizzati sono distribuiti come prodotti derivati nel mercato finanziario OTC.

Lo spostamento, fuori della banca, del rischio di insolvenza, allenta i vincoli comportamentali e prudenziali nel rilascio dei prestiti. La valutazione del rischio di insolvenza non deve più essere percepita e gestita dal sistema bancario in ogni singolo rapporto bilaterale tra banca e cliente.

Messi fuori così dalle banche i micro-rischi inerenti alle singole operazioni però si cumulano, trasformandosi quantitativamente in un rischio macro-sistemico di illiquidità. Ad un certo punto, la complicazione è tale da non permettere più di risalire agli emittenti delle tranche di CDO che si volevano ulteriormente incorporare.

Le banche, liberatesi dal rischio, possono così concedere prestiti senza troppe preoccupazioni e remore con la liquidità di ritorno dalle cartolarizzazioni. Per accelerare i tempi si passa alla standardizzazione dei contratti bancari. La modulistica dei contratti di finanziamento, dalle carte di credito ai mutui subprime, semplifica il lavoro. La standardizzazione apre la strada alla produzione in serie dei derivati. Inizia la produzione industriale della fabbrica dei derivati che utilizza, come materia prima, gli asset dei crediti cartolarizzati generati dai mutui immobiliari.

Grazie alla degenerazione del sistema bancario in “to distribute” la speculazione ha finalmente trovato la materia prima di cui aveva bisogno per crescere fuori dei mercati ufficiali e senza timori dei vincoli dell’economia reale.

²⁴ Giuseppe Di Gaspare, “La fabbrica dei derivati”, Amministrazione in Cammino

²⁵ Giuseppe Di Gaspare, “Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria”, Dinamiche del potere finanziario e crisi sistematiche, Cedam, 2011 – L’insostenibile leggerezza dei derivati-

Grazie alla standardizzazione dei contratti e dei prodotti derivati, le banche transitano, dal metodo di concessione dei crediti artigianale del sistema “originate to hold”, alla commercializzazione industriale del nuovo sistema “originate to distribute”.

Le banche non trattengono più il credito fino alla scadenza e lo trasferiscono alle banche di investimento che operano al di fuori del sistema finanziario sottoposto al controllo di FED e SEC.²⁶

Il mondo dei mutui ipotecari si trasforma.

Anche quel minimo di prudenza richiesto alle banche nei casi di concessione di mutui con il Garn St. Germain Depository Institutions Act del 1982 non aveva più ragione di esistere. Prima quei debiti, benché garantiti dallo stato, sarebbero rimasti nei loro bilanci; con il nuovo sistema, invece, le banche se ne possono sbarazzare definitivamente.

Il trasferimento del rischio fuori dal sistema bancario aumenta la capacità della banca di concedere nuovi prestiti. La cessione dei crediti nascenti dai prestiti, a istituti di credito speciale e alle banche di investimento, genera liquidità di ritorno, che a sua volta genera nuovi prestiti. Un circolo che autoalimentandosi fornisce la materia prima, il debito, per la fabbrica dei derivati.²⁷

I tempi per l’apertura di un credito o la sottoscrizione di un mutuo erano lunghi e complessi. La banca emittente doveva preoccuparsi, infatti, del possibile deterioramento di crediti che manteneva in bilancio con durata anche pluridecennale. La qualità del credito dipendeva essenzialmente dalla affidabilità del cliente che doveva essere verificata caso per caso. Con l’esternalizzazione del rischio, tutto questa problematica si dissolve.

Se si esternalizza il rischio e si mantiene l’ipoteca sulla casa la situazione apparentemente rimane sotto controllo per le banche: in caso di insolvenza l’immobile può essere pignorato e venduto per recuperare il credito. L’ipoteca sull’immobile sembra una garanzia aggiuntiva sufficiente: se il mutuatario non paga, la banca può sempre rivalersi fino al pagamento dell’ultima rata sull’immobile ipotecato. La casa è ipotecata e verrà acquisita coattivamente dalla banca mutuataria e fatta oggetto di vendita giudiziaria.

Le conseguenze negative sono destinate a scaricarsi sul mutuatario, che subirà il pignoramento e la vendita forzata dell’immobile incautamente acquistato, oppure sugli acquirenti dei prodotti cartolarizzati derivati, che vedranno venire meno il flusso di denaro che li alimenta. Di fronte a queste

²⁶Giuseppe Di Gaspare, “Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria”, Dinamiche del potere finanziario e crisi sistematiche, Cedam, 2011. - La fabbrica dei derivati-

²⁷Giuseppe Di Gaspare, “Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria”, Dinamiche del potere finanziario e crisi sistematiche, Cedam, 2011. - La fabbrica dei derivati-

efficienti fabbriche di liquidità e di profitti, che trasferiscono i rischi di insolvenza impacchettati nei prodotti derivati, realizzando utili immediati, le antiquate banche, che continuano a perdere tempo nel valutare i rischi di credito insiti nelle singole operazioni e che non cedono i contratti di mutuo, sono destinate a sparire.

5 PASSAGGI PER LA CREAZIONE DEI DERIVATI

1. Il primo livello delle cartolarizzazioni è costituito da crediti derivanti da mutui MBS (Mortgage Backed Securities) o da obbligazioni ABS (Asset Backed Securities) tendenzialmente omogenei. MBS e ABS costituiscono la materia grezza, gli elementi di base, per la confezione dei derivati.

2. Passati di mano alle banche di investimento, i crediti derivanti dalle obbligazioni entrano nella catena di montaggio dei derivati dell'investment banking: i CDO.

Combinando diversamente tranches di ABS e MBS da mutui e obbligazioni diversificati per aree geografiche e per tipologia di rischio, si ottengono, infatti, le Collateralized Debt Obligation - CDO.

Ad ogni passaggio di livello di CDO, la sofisticazione dei titoli delle singole tranches e la disseminazione delle componenti di debito originarie in esse incorporate si accresce e si complica fino divenire inestricabile.

Il termine "valore" sparisce. È meglio parlare di "prodotto". È quest'ultimo il termine che si impone. Il suo impiego è quello che meglio assolve alla funzione simbolica di dare sostanza e corpo ad un'inesistente materialità. I nuovi prodotti non hanno alcun rapporto con un qualche valore d'uso nell'economia reale. Si tratta di entità immateriali con valori impliciti disancorati da qualsiasi utilità reale. Anche se monetizzabili negli scambi, non sono titoli di denaro, non moneta dunque ma solo astratta potenzialità di monetizzazione.

La svolta è nella legislazione del 1999/2000 che, abrogando il Glass Steagall Act, legalizza l'emissione di CDS²⁸ e CDO²⁹ privi di legami con rapporti di credito sottostanti. Si afferma che l'emittente di CDO, invece di acquistare direttamente una nuova tranche del CDO con sottostante, poteva emettere direttamente uno specifico CDO "sintetico", costruito con riferimento ad altri titoli, ma senza sottostante.

²⁸Credit Default Swap, crediti collaterali ai CDO, con i quali l'emittente, a fronte del pagamento del premio, si impegna a versare un importo predeterminato a copertura dell'insolvenza o imprevisto inadempimento a chi si trova all'occorrenza in possesso del titolo

²⁹In questo modo CDO e CDS crescono gli uni sugli altri e gli uni accanto agli altri, con processi di strutturazione sempre più sofisticati e difficilmente districabili, espandendosi senza limiti

Questi titoli possono essere emessi a domanda. La domanda crea l'offerta.

Il volume di CDO sintetici non è vincolato da quello dei titoli di riferimento sottostanti (la somma dei mutui ipotecari di riferimento CDO e CDO sintetici potrebbe essere superiore alla somma dei mutui ipotecari contratti nel mondo reale!).³⁰

I CDO al cubo sono replicabili a richiesta senza limiti materiali.

Con i CDO sintetici ed i CDS si è dunque fuori dal flusso originato dalle tranche di cartolarizzazione, perdendo così il flusso originario degli asset di base.

I nuovi derivati sono così producibili in serie e componibili secondo le richieste di mercato, dopo essere stati montati, assemblati, scomposti e ricomposti a seconda della domanda e secondo le logiche della produzione industriale.³¹

MBS e ABS sono sfornati da programmi di assemblaggio, che li ricavano dai sottostanti rapporti di credito illiquidi. Tra questi asset avviene la scelta degli ingredienti per la sintesi e l'impacchettamento dei derivati, opera sempre dei software.

La combinazione è essenziale perché il valore del derivato sia più alto possibile tenendo conto delle relative valutazioni dei singoli asset da parte delle agenzie di rating.

3. La prezzatura si svolge in parallelo e specularmente all'assemblaggio nella catena di produzione industriale e termina con la determinazione del valore nozionale, con il quale il derivato sarà avviato agli scambi. Il calcolo da cui esso deriva proietta sul valore del derivato e sul suo processo costitutivo una automatica presunzione di attendibilità.

Il processo costitutivo che genera il valore nozionale è determinato dall'ingegneria finanziaria. L'uso della matematica proietta sul valore una certificazione di qualità.

I risultati che ne scaturiscono appaiono quindi affidabili.³²

Il valore del derivato è determinato sulla base di una simulazione contabile dei rendimenti presunti.³³ All'interno della rappresentazione prospettica, l'ingegneria finanziaria massimizza il rendimento dei prestiti a livelli di rischio accettabili.

Il dato generato dal confronto tra le variabili micro della redditività dei prestiti e dei crediti sottostanti, viene poi rapportato con gli andamenti generali dell'economia, così come desunti

³⁰Giuseppe Di Gaspare, "Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria", Dinamiche del potere finanziario e crisi sistematiche, Cedam, 2011. – Derivati nudi e CDS-

³¹Giuseppe Di Gaspare, "Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria", Dinamiche del potere finanziario e crisi sistematiche, Cedam, 2011. – L'integrazione verticale-

³²Giuseppe Di Gaspare, "Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria", Dinamiche del potere finanziario e crisi sistematiche, Cedam, 2011. – L'invenzione del valore nozionale-

³³Giuseppe Di Gaspare, "Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria", Dinamiche del potere finanziario e crisi sistematiche, Cedam, 2011. – L'integrazione verticale-

dagli indicatori macroeconomici e dalle loro presumibili proiezioni (tassi di interesse, fiducia dei consumatori ed altri indici già richiamati, come, in particolare, per i mutui le previsioni dei prezzi delle abitazioni). Si determina così il mix macro e micro che genera l'esito finale del processo di valutazione e dunque il valore del CDO.

Non è facile comprendere cosa avvenga dentro “la scatola di montaggio e trasformazione” del software. Apparentemente, si inseriscono gli ingredienti input e la matrice del software elabora le varie probabilità, producendo il dato finale del “valore nozionale” del derivato. Il “nozionale” è il prodotto di una elaborazione teorica e concettuale. L'operazione riveste, però, un'importanza strategica per la prezzatura. Generato dalle variabili potenziali di redditività, attesa nell'arco temporale di validità del titolo, il “nozionale”, attualizza il valore del derivato, incorporando anche la remunerazione dei costi di produzione nonché l'utile per l'emittente che l'ha confezionato. La redditività calcolata presuntivamente con un metodo matematico, si incorpora e si attualizza nel valore nozionale ritenuto di per sé attendibile dai mercati per il metodo con cui è elaborato. Il valore che ne deriva è quindi ritenuto convenzionalmente accettabile per le transazioni nel mercato finanziario.

Fissato il prezzo di partenza, il valore nozionale scompare dalla scena, dopo aver comunque svolto la funzione essenziale di introdurre il derivato nel mercato con un'indicazione di prezzo ritenuta attendibile. Pur scomparendo, il valore nozionale rimane perciò come il substrato “materiale”, costitutivo del valore “intrinseco” del derivato. Il nozionale a questo punto recede ma, solo dopo avere coperto la genetica inconsistenza dei derivati. Questo mascheramento è fondamentale. Se non ci fosse il valore nozionale, verrebbe meno la credibilità del prezzo di riferimento di base per la commercializzazione.

Sulla base del valore nozionale, si procede alla compravendita dei titoli in modo da arrivare al fissaggio del prezzo di mercato con il metodo del mark to market. Il derivato transita alla negoziazione, nella quale per effetto della compravendita il prezzo apparentemente risulta dall'incontro della domanda con l'offerta.

La formazione del prezzo dei derivati non è, infatti, rimessa al libero dispiegamento della domanda e dell'offerta, ma è retta invece da specifiche modalità e regole appositamente messe a punto dai principali intermediari che operano nel mercato Over The Counter (OTC). Sono le banche di investimento, in particolare che detengono le principali piattaforme di negoziazione a fare i prezzi.

Esse operano sulle loro piattaforme di scambio nella duplice veste di dealer e broker.

La commistione di ruoli nella dual capacity consente di rendere la formazione del prezzo opaca e di definire il prezzo in modo autoreferenziale e di operare dunque come market maker.

È necessario che intervengano delle altre valutazioni esterne e oggettive che forniscano agli investitori finali elementi di valutazione per orientare l'investimento.

I derivati, i CDO ed i CDS sono prodotti compositi sintetici. È necessario che qualcuno, al di fuori di chi li confeziona e li commercializza, sia in grado di valutarne la composizione e certificarne la qualità. Entrano in scena a questo punto le agenzie di rating.

La valutazione del merito del titolo è appannaggio nella sfera occidentale delle principali tre agenzie di rating che ufficialmente, e, quindi, anche per reputazione, detengono il monopolio globale della valutazione considerata affidabile.

Moody's, Standard & Poor's e Fitch concentrano la quasi totalità dei rating sui derivati.

Queste tre agenzie godono di un elevato livello di reputazione nel mercato e tale reputazione è generata nello e dallo stesso sistema finanziario. Essendo abilitate dalla SEC la valutazione dei prodotti derivati da parte loro implica, perciò, la presunzione di ufficialità che ne rafforza la affidabilità e, quindi, il valore di mercato.

Per il rilascio del rating sui derivati, le agenzie fanno riferimento a due parametri: uno soggettivo, l'affidabilità dell'emittente, ed uno oggettivo, la qualità del titolo emesso.

Per quanto riguarda il criterio oggettivo, le agenzie utilizzano gli stessi parametri ed algoritmi che gli emittenti hanno utilizzato per la definizione del valore nozionale. Anzi sono piuttosto gli emittenti che orientano il processo costitutivo dei titoli sulla base dei parametri di calcolo che le agenzie di rating pongono a base dei loro. Ne consegue una tendenziale convergenza tra valore nozionale e rating che deriva dall'utilizzazione degli stessi algoritmi.³⁴

Nel valutare il rischio del titolo, le agenzie non prendono minimamente in considerazione la copertura patrimoniale delle società emittenti in rapporto all'enorme volume di titoli CDS in circolazione.³⁵

Nella valutazione dei titoli CDS e CDO al quadrato, infatti, le agenzie adottano il criterio mediano di valutazione del rischio tra le diverse componenti del prodotto, considerando e valutando alla pari dai crediti più rischiosi e remunerativi alle parti con un minore tasso di redditività ma più sicure.

“Le agenzie di rating hanno avuto il torto di aver utilizzato gli stessi modelli sbagliati delle banche di investimento loro clienti”.³⁶

³⁴ Giuseppe Di Gaspare, “Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria”, Dinamiche del potere finanziario e crisi sistematiche, Cedam, 2011. – La certificazione del rischio: il rating-

³⁵ Giuseppe Di Gaspare, “Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria”, Dinamiche del potere finanziario e crisi sistematiche, Cedam, 2011. – Money e moneyness-

³⁶ J. Stiglitz

Le banche di investimento hanno, di fatto, il monopolio della emissione dei derivati e godono di una reputazione di mercato della quale le agenzie tengono conto. La reputazione si riflette positivamente sul rating del derivato che le banche emettono, contribuendo ad accrescerne il prezzo.

Se gli emittenti sono le cinque banche di investimento ritenute *too big to fail*, la qualità del derivato da loro emesso, ovviamente, cresce ancora.

La reputazione “soggettiva” si trasferisce sul derivato, riflettendosi “oggettivamente” in positivo sulla sua valutazione.

Il rischio insito viene così ulteriormente ridimensionato. Più si ridimensiona il rischio, più conseguentemente si accresce il valore del derivato e, quindi, il prezzo di mercato che si può spuntare al mercato retail.

4. Le regole della negoziazione sono definite dai dealer/broker e sono funzionali alla fissazione dei prezzi che consentano l'arbitraggio, ossia il potere dei market maker di fissare i pezzi stabilendo arbitrariamente il loro margine di guadagno quando operano come rivenditori.

Questo è il motivo per cui fino a poco tempo prima le due capacity erano tenute separate.³⁷

La contrattazione dei derivati nel mercato ombra avviene inizialmente in blocchi, cioè per quantitativi ed importi consistenti, cui partecipano in genere solo dealer/broker.

Le contrattazioni sono riservate e dirette tra i maggiori operatori. In questi mercati privati all'ingrosso vengono scambiate le partite maggiori, si formano i prezzi dei titoli e si fissano le quotazioni che costituiscono il prezzo di riferimento per le vendite al dettaglio.

Con la contrattazione e la fissazione del prezzo negli scambi e la quotazione nei listini, il prezzo si distacca definitivamente dal valore nozionale. Il prezzo diventa così determinato su una base “oggettiva” agli occhi dei compratori.

Con la negoziazione, il valore dei derivati si distacca formalmente dal suo processo costitutivo, divenendo un prezzo “equo”, un prezzo accettabile che qualcuno è disposto a pagare

La caratteristica fondamentale di questo mercato all'ingrosso è che in esso non circola moneta, ma essenzialmente solo titoli cartolarizzati, che vengono scambiati tra loro inizialmente sulla base del valore nozionale.

Si ricorre alla liquidità, invece di scambiare titoli contro titoli, approssimativamente solo per i saldi delle differenze delle quotazioni tra blocchi. La contrattazione per blocchi fa sì che le

³⁷Giuseppe Di Gaspare, “Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria”, Dinamiche del potere finanziario e crisi sistematiche, Cedam, 2011. – L'arbitraggio dei dealer/broker-

maggiori partite vengano scambiate con modalità opache e molto disinvolve, con rapporti estremamente fiduciari tra i partecipanti a quel mercato. Molto utilizzata è la compravendita telefonica di CDS, non tracciabile.

È uso comune, per le parti contraenti, scambiarsi le posizioni di acquirente e venditore su base plurilaterale.

Di prassi comune è anche la formazione di prezzi sub-quotes: scambi per blocchi a prezzi sotto quotati rispetto ai listini esposti nelle piattaforme telematiche di scambio.

Nel mercato dei derivati operano pochi market maker. È un mercato chiuso, in cui venditori e acquirenti si scambiano i ruoli comprando e vendendo sempre tutti la stessa cosa: pezzi di carta. Rispetto all'entità del volume delle transazioni registrate, dunque la liquidità in circolo nel mercato all'ingrosso è assai ridotta.

Il mercato all'ingrosso è diviso da quello al dettaglio da alcune barriere. La prima è evidentemente quantitativa: nessun privato risparmiatore, anche istituzionale (fondi pensione) è in grado di compravendere per blocchi, il cui valore minimo supera sempre le centinaia di milioni di dollari.

Nel mercato, se aumenta la quantità offerta in vendita, il prezzo effettivo cui l'offerta incontra la domanda dovrebbe essere decrescente. Nel mercato OTC questo non avviene.

Questi beni non hanno alcun legame con l'economia reale, quindi il prezzo non segue il normale andamento dei mercati. Con questo espediente si evita il ribasso dei prezzi.

Il sistema di pompaggio dei derivati e degli attivi patrimoniali³⁸ fa così lievitare il valore delle azioni, gli utili societari e gli specifici premi e compensi agli amministratori e ai trader. Il sistema di valorizzazione degli attivi rimesso alla trascrizione della prezzatura di mercato protegge la revisione contabile da eventuali falsificazioni.

Quattro sono le principali agenzie di certificazione dei bilanci: Deloitte&Touche, Ernst&Young, PricewaterhouseCoopers e Kpmg.

Queste agenzie di audit si occupano di revisione contabile e verifica della regolarità nella scritturazione delle imputazioni contabili. Inoltre sono tenute a redigere rapporti e relazioni, non indagini, riguardanti la corretta gestione di una banca. Il fatto che la relazione possa essere negativa,

³⁸ La contabilizzazione del prezzo, amplificando l'effetto di valorizzazione dei derivati, consente di inscrivere all'attivo, nel conto patrimoniale, gli incrementi del valore degli stock di asset posseduti, per effetto della loro rideterminazione di valore sulla base dall'andamento di negoziazioni controllate e manipolabili dagli stessi *market maker*.

però, non comporta nulla a livello legale, è un passaggio meramente formale che però ha ripercussioni sui mercati, dove traspare che una banca sia soggetta a irregolarità formali.

5. Le vendite al dettaglio avvengono in mercati separati, in genere situati all'interno degli internalizzatori sistematici, cioè sempre i market maker che provvedono alla gestione degli scambi al dettaglio su altre piattaforme.

Questi mercati al dettaglio funzionano in maniera piuttosto intermittente.

Le domande vengono incrociate non simultaneamente con le offerte, ma quasi sempre a scadenza fissa. Il prezzo al quale avviene lo scambio al dettaglio è quindi di norma definito ex post con riferimento alle quotazioni che si formano nel mercato all'ingrosso.

I grandi dealer/broker, come le banche di investimento, gestiscono in proprio le piattaforme telematiche e come market maker, fissano, nelle quotazioni, i prezzi di riferimento anche per le vendite al dettaglio ai piccoli e medi acquirenti/consumatori.

I market maker, dunque, partecipano al mercato all'ingrosso ed in quanto dealer/broker vendono al dettaglio tramite i rivenditori, operatori di più ridotte dimensioni che in genere sono l'interfaccia della vendita per gli investitori finali (risparmiatori/consumatori).³⁹

Dal dettaglio, o dai rivenditori che li intermediano, la liquidità risale nel sistema in mano ai dealer/broker. Le offerte al dettaglio (di acquisto o di vendita) non influiscono, neppure indirettamente, sui prezzi all'ingrosso. Questi, infatti, sono normalmente e preventivamente quotati e le modalità di incrocio della domanda e dell'offerta nel mercato al dettaglio lasciano, comunque, margini di aggiustamento successivi da parte dei market maker. È la negoziazione per blocchi di titoli nei mercati all'ingrosso, quantitativamente prevalente, che definisce la quotazione e connota il prezzo di riferimento, grazie all'incontro degli "interessi negoziativi" dei diversi intermediari che vi operano

La liquidità monetaria serve, dunque, in definitiva alla remunerazione degli intermediari finanziari (società, azionisti, trader interni ed esterni, management e dipendenti delle società emittenti, degli intermediari finanziari e delle banche di investimento) oltre che, marginalmente, al conguaglio delle operazioni tra i trader. La liquidità, fuori dagli addetti ai lavori, fa la sua apparizione per il pagamento degli interessi e, a scadenza del titolo, per la sua liquidazione.

³⁹Giuseppe Di Gaspare, "Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria", Dinamiche del potere finanziario e crisi sistematiche, Cedam, 2011. – L'arbitraggio dei dealer/broker-

Avviene quindi lo scambio tra soldi (money), da acquirente a intermediario, e titolo cartaceo, una promessa di guadagno (moneyness), da intermediario a acquirente.⁴⁰

Se il mercato funziona, questa liquidità rimane in genere in circolo in quanto il capitale è normalmente reinvestito in altri titoli. Alla base di questo sistema c'è il denaro liquido, che non deve mai stare fermo. L'importante è movimentarne il flusso, in modo tale da accrescere il volume complessivo di guadagni e transazioni. L'afflusso di liquidità dall'esterno è quindi necessario affinché tutto ciò possa funzionare.

Essenziali per il flusso dei capitali sono i transiti offshore, in grado di non permettere la tracciabilità dei movimenti di denaro. Inoltre, data la totale interconnessione telematica, qualsiasi legame offshore può essere cambiato da un momento all'altro.

I centri offshore, permettendo l'installazione di holding finanziarie e la gestione degli affari dall'oscurità, rendono anonime le transazioni anomale di liquidità che essi smistano, confondendole così con le transazioni legali che avvengono nelle piazze finanziarie ufficiali.

La stabilità degli afflussi di capitale riposa, in ultima analisi, sulla convinzione dell'affidabilità dell'investimento.

Non è quindi sorprendente che la valutazione del rischio delle operazioni sui derivati abbia teso a zero quando è in gioco l'alta reputazione soggettiva delle banche di investimento.

Basti ricordare che, fino a qualche giorno prima della autodichiarazione dello stato di insolvenza da parte di Lehman Brothers, i derivati da essa emessi usufruivano ancora del massimo rating possibile: la tripla A.

I prodotti con la AAA sono il massimo di sicurezza che il mercato può offrire. Solo i prodotti con il più alto livello di sicurezza possono ottenerla. Banche commerciali, fondi pensione, possono comprare solo quelli in quanto considerati a bassissimo rischio. Ne fanno perciò incetta entro i limiti massimi stabiliti dall'obbligo di diversificazione degli investimenti.

La tripla A è considerata pienamente affidabile in quanto risultante ufficiale, essendo stata rilasciata dalle agenzie di rating autorizzate dalla SEC, la quale anch'essa, a sua volta, fa affidamento sui rating

⁴⁰ Giuseppe Di Gaspare, "Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria", Dinamiche del potere finanziario e crisi sistematiche, Cedam, 2011. – Money e moneyness-

delle agenzie ufficialmente autorizzata, non controllando così né le emissioni di titoli né gli emittenti.⁴¹

Le agenzie di rating non possono essere chiamate a rispondere per una erronea valutazione. Qualsiasi valutazione da loro emessa, anche la tripla A, contiene sempre la formula, per loro liberatoria, che non esclude l'eventualità del rischio, anche se minimo. Sull'acquirente, in definitiva, è fatta ricadere decisione e responsabilità di investimento.

Allo stesso tempo, però, il prodotto etichettato tripla A elimina ogni dubbio di affidabilità nella mente del consumatore, essendo il top delle valutazioni di merito nel credito.⁴²

Neanche i rivenditori al dettaglio possono essere perseguiti, anch'essi svincolati dal rischio dall'etichetta di "sicurezza" delle agenzie di rating.

Tutti gli operatori che commercializzano derivati godono di esenzione legale delle responsabilità individuale per danni. Non ci sono controindicazioni per chi li emette e né per chi li colloca.

Ed eliminata ogni responsabilità individuale per le decisioni di investimento che dovessero poi risultare azzardate, il flusso verso il mercato OTC dilaga.⁴³

Se poi tutti comprano derivati, banche commerciali comprese, è normale che si presuma una positiva aspettativa di guadagno.

La liquidità in conclusione ce la mettono soprattutto i singoli risparmiatori/consumatori. In effetti, il grosso del denaro proviene indirettamente dalle loro tasche e quando il flusso si arresta, come nel caso della crisi dei subprime, tutto improvvisamente si inceppa. Il crollo del cash flow fornito dai ratei dei mutui, inaridendo la fonte primaria di cash flow e facendo precipitare i valori dei titoli, ha fatto venire meno anche il contrapposto flusso di denaro proveniente dagli acquisti al dettaglio dei consumatori. Si è così interrotta, in assenza di contropartite liquide, la vendita di debiti cartolarizzati in cambio di futuri guadagni.

I prodotti non hanno alcun legame con la realtà, non hanno alcun rapporto con un qualche valore d'uso nell'economia reale, non sono rappresentativi di alcunché, né hanno ricadute nel mondo reale.

⁴¹ Giuseppe Di Gaspare, "Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria", Dinamiche del potere finanziario e crisi sistematiche, Cedam, 2011. – La certificazione del rischio: il rating-

⁴² Giuseppe Di Gaspare, "Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria", Dinamiche del potere finanziario e crisi sistematiche, Cedam, 2011. –Il consumatore virtuale-

⁴³ Giuseppe Di Gaspare, "Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria", Dinamiche del potere finanziario e crisi sistematiche, Cedam, 2011 – Basilea 2 ed il risk management-

Si tratta di entità immateriali con valori impliciti disancorati da qualsiasi utilità reale. Anche se monetizzabili, non sono titoli di denaro.

I valori monetari sono separati da qualsiasi riferimento a valori reali.⁴⁴

Dal punto di vista dei mercati finanziari una crisi sistemica era un assurdo logico.

L'apparente crescita dei valori attira sempre nuovi consumatori e investitori privati e i flussi di cassa sono impiegati per pagare le provvigioni degli intermediari e gli interessi degli investitori.

Il mercato dei derivati è controllato dai market maker e la fissazione dei prezzi, il dosaggio delle transazioni e della liquidità non sarebbe dovuta sfuggire loro di mano, avendo anche a disposizione vari ammortizzatori in grado di attutire gli shock, a differenza dei mercati ufficiali di borsa.⁴⁵

Così, in caso di crisi, la manipolazione dovrebbe consentire un aggiustamento controllato dei prezzi.

3. 2007, L'AVVENTO DELLA CRISI

- USA - “Le crisi economiche generate dalla fine di Bretton Woods in poi sono nate a causa di un'eccessiva regolamentazione che non permetteva ai mercati di essere in equilibrio e di auto aggiustarsi rispetto ai vari cicli dell'economia”. Questo era il pensiero comune: le crisi erano dovute ad una regolamentazione troppo stringente.

E fu questo il punto di partenza da cui l'economia più forte al mondo, a causa di un processo di deregolamentazione sempre maggiore, mise in ginocchio l'intero sistema finanziario globale, attraverso i passaggi spiegati in precedenza.

Le più grandi banche americane assunsero la forma di gruppi finanziari, ad iniziare dalle big five- Morgan Stanley, Bears Sterns, Goldman Sachs, Merrill Lynch e Lehman Brothers-,⁴⁶ investendo miliardi di dollari in titoli derivati, CDS e CDO.

⁴⁴ Giuseppe Di Gaspare, “Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria”, Dinamiche del potere finanziario e crisi sistematiche, Cedam, 2011. – L'integrazione verticale-

⁴⁵ Giuseppe Di Gaspare, “Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria”, Dinamiche del potere finanziario e crisi sistematiche, Cedam, 2011. – Stratagemmi contabili-

⁴⁶ Giuseppe Di Gaspare, “Diritto dell'economia e dinamiche istituzionali”, Cedam, 2015. - Deregolamentazione e privatizzazione dei mercati finanziari-

L'origine della crisi è sostanzialmente spiegata dall'esplosione della cosiddetta bolla immobiliare che aveva determinato un incremento senza freni della domanda, con un conseguente incremento dei prezzi, aumentati dal 2001 al 2005 del 150%.

La corsa all'acquisto per mettersi al riparo da ulteriori incrementi dei prezzi, un ricorso al credito spesso ben oltre le proprie reali possibilità, con la complicità del sistema bancario forse anch'esso ingannato dalla convinzione che l'incremento del valore reale del bene avrebbe comunque garantito il credito concesso.

A livello nazionale i prezzi delle case hanno toccato i massimi nella primavera del 2006. La convinzione generale che i prezzi delle case non sarebbero mai scesi è stata brutalmente confutata. I prezzi hanno subito una riduzione fino al 50% del valore di acquisto.

All'inizio del 2004, la FED cominciò a innalzare i tassi di interesse in risposta alla ripresa dell'economia statunitense. I mutui divennero sempre più costosi e aumentarono i casi di insolvenze delle famiglie incapaci di restituire rate sempre più onerose.

La domanda di immobili si ridusse, con conseguente contrazione del valore delle ipoteche a garanzia dei mutui esistenti e scoppio della bolla immobiliare.⁴⁷

Tale catastrofe fu possibile proprio per la deregolamentazione quasi totale dei mercati, che ha consentito agli operatori economici di agire senza limiti.

Limiti che mettersero un argine a delle operazioni economiche volte a generare enormi profitti nel breve periodo, ma che nel lungo si sono rivelate molto rischiose, generando perdite maggiori rispetto ai profitti prodotti precedentemente.

L'implosione della bolla immobiliare non ha creato una immediata recessione. L'edilizia residenziale è crollata, ma per un po' il declino delle ricostruzioni è stato compensato dal boom delle esportazioni, indotto da un dollaro debole che ha reso l'industria americana estremamente competitiva.

Nell'estate del 2007 i problemi dell'edilizia residenziale hanno cominciato a trasferirsi alle banche, che hanno iniziato a registrare grosse perdite sui titoli finanziari creati a fronte dei mutui ipotecari concessi, titoli che hanno rapidamente perso ogni valore a fronte dell'insolvenza progressiva dei titolari dei mutui stessi.

Si stava creando una crisi del credito, perché le banche, preoccupate per le possibili perdite, non erano più disposte a prestarsi soldi a vicenda. Alla fine del 2007 la combinazione tra

⁴⁷Consob.it

stasi dell'edilizia, calo dei consumi per la caduta dei prezzi immobiliari, e stretta del credito ha fatto entrare in recessione l'economia degli Stati Uniti.

Il fallimento di Lehman Brothers ha innescato una sorta di corsa agli sportelli, comportando una vendita sconsiderata dei titoli a rischio, il conseguente crollo dei prezzi e la perdita di valore delle garanzie che gli stessi potevano rappresentare.

La prospettiva di un collasso totale del sistema finanziario indusse i politici ad agire con grande determinazione. La Federal Reserve concesse enormi prestiti a banche e istituzioni finanziarie, per evitare che restassero prive di liquidità. L'amministrazione Bush riuscì a far approvare dal Congresso un programma straordinario che prevedeva lo stanziamento di 700 miliardi di dollari per salvare le banche, prevalentemente attraverso l'acquisto di quote azionarie, in modo da aumentare la capitalizzazione.⁴⁸

- UE - Negli anni Duemila, avvalendosi della libertà di manovra favorita dalla liberalizzazione dei servizi finanziari nell'UE, Londra è stata il centro più importante di produzione e smistamento di derivati nell'euromercato, oltre che l'anello di congiunzione con il sistema finanziario americano.

L'aggregazione transnazionale accentua la riduzione del potere di controllo diretto delle autorità di vigilanza nazionali sul funzionamento delle borse.

Anche se la sterlina è rimasta fuori dall'Eurozona, l'appartenenza della Gran Bretagna al mercato finanziario UE ha facilitato la contaminazione, data la rimozione di barriere o controlli nazionali avvenuta nel 1986 con la sottoscrizione dell'Atto Unico Europeo.

Era comunque permesso alle banche europee di operare nel mercato finanziario globale. Con le direttive del 2001 CE si adeguò di fatto l'assetto dei mercati al Financial Services Modernization Act del 1999 e al Commodity Futures Act del 2000.⁴⁹

L'affermazione del principio del controllo del paese di origine degli emittenti e la regolazione comune degli intermediari, oltre al passaporto europeo, hanno assicurato alla finanza britannica ampia libertà di manovra nel mercato finanziario in euro.

A differenza degli altri paesi che hanno aderito alla moneta unica, il Regno Unito, pienamente integrato nello spazio finanziario, conserva al contempo piena autonomia di

⁴⁸ Paul Krugman, "Fuori da questa crisi, adesso!", Garzanti, 2012.

⁴⁹ Giuseppe Di Gaspare, "Diritto dell'economia e dinamiche istituzionali", Cedam, 2015. - Deregolamentazione e privatizzazione dei mercati finanziari-

politica monetaria, con la sterlina che tende a fiancheggiare il dollaro e a contrastare la crescita dell'euro nei mercati monetari.

Il perimetro estremo della contaminazione è quello delle monete rientranti nella sfera di applicazione della liberalizzazione dei servizi finanziari del WTO.

La stessa BCE, che all'inizio aveva ritenuto le banche della zona euro relativamente indenni dalla contaminazione, deve rapidamente ricredersi.⁵⁰

La disseminazione dei prodotti derivati, illiquidi e ad alto rischio, ha scavato in profondità anche nel sistema bancario dell'eurozona e la speculazione finanziaria ha potuto usufruire dei vantaggi dell'integrazione del mercato dei servizi finanziari in uno spazio europeo non adeguatamente vigilato e regolamentato.⁵¹

In breve, le banche centrali sono chiamate ad interventi di sostegno a protezione delle banche maggiormente esposte nel mercato dei derivati, fornendo a più riprese il cash flow necessario a far girare nuovamente il credito bancario che rischia di incepparsi.⁵² Ma il passaggio a manovre più consistenti è osteggiato dalla Germania, spaventata dal possibile alto tasso di inflazione.

La fobia tedesca riprende quota quando si ipotizzano interventi della BCE a sostegno dei deficit statali. Le banche tedesche sono state tra il 2007 e il 2011 varie volte in situazioni di rischio di illiquidità, particolarmente sbilanciate in operazioni di credito e investimenti in proprio nel mercato finanziario.⁵³

La forte esposizione nel mercato del debito delle banche tedesche derivava paradossalmente dalla forza di quell'economia, con i forti attivi dell'export tedesco.

Nel mercato finanziario europeo l'onda d'urto del credit crunch (restrizione dell'offerta di credito da parte degli intermediari finanziari, in particolare le banche, nei confronti della clientela, soprattutto imprese, in presenza di una potenziale domanda di finanziamenti insoddisfatta), dopo aver colpito duramente la sterlina, investe anche l'Eurozona.

La propagazione della crisi nella zona euro mette subito in tensione le istituzioni che governano la moneta unica e mostra gli intrinseci limiti di un processo di unificazione monetaria sovrastatale.

⁵⁰ Giuseppe Di Gaspare, "Diritto dell'economia e dinamiche istituzionali", Cedam, 2015. – Il disallineamento delle politiche nazionali di bilancio e il Fiscal Compact-

⁵¹ Giuseppe Di Gaspare, "Diritto dell'economia e dinamiche istituzionali", Cedam, 2015. – Deregolamentazione e privatizzazione dei mercati finanziari-

⁵² Giuseppe Di Gaspare, "Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria", Dinamiche del potere finanziario e crisi sistematiche, Cedam, 2011. – la propagazione della crisi nella sfera occidentale-

⁵³ IKB e Sachsen fallirono.

Si spiega la ridotta capacità di manovra della BCE rispetto a Banca d'Inghilterra e FED e l'assenza di un naturale coordinamento tra manovra monetaria e altre misure di pronto intervento.

L'Unione Europea non è uno stato, non ha la facoltà di emettere titoli di debito pubblico, o soccorrere i singoli paesi in difficoltà con acquisti diretti di titoli di stato.

La crisi bancaria nell'Eurozona mette in luce, pertanto, la contraddizione tra integrazione politica e istituzionale e la non coincidente unificazione del sistema monetario nell'UEM. La BCE non ha un controllo diretto del sistema bancario dei singoli stati membri e dipende essenzialmente dalle informazioni delle autorità di vigilanza nazionali. Il confine degli interessi nazionali divergenti è segnato dal diverso grado di indebitamento pubblico: da una parte gli stati virtuosi, con conti pubblici in ordine, dall'altra gli altri stati, con diversi rating di rischio

La BCE progettata in un tempo e per un tempo senza intemperie monetarie ha in definitiva uno spazio di manovra limitato, dato il suo compito istituzionale funzionale a condizioni normali del mercato⁵⁴ e difendere essenzialmente l'euro dall'inflazione e il risparmio espresso in quella moneta dall'aumento dei prezzi.

In altre parole, la BCE non sembra attrezzata per far fronte a crisi esogene e sistemiche indotte dal mercato finanziario globalizzato.⁵⁵

Con la crisi del 2007 si è manifestato il principale nodo istituzionale del rapporto tra UE ed UEM, per i conflitti di interesse e le criticità che la duplice governance comporta. Di competenza dell'UE la definizione di un sistema di regole comuni sulla supervisione e regolazione nei settori finanziari; compito dell'UEM erano le decisioni di politica monetaria e la vigilanza sulle banche.

Le crepe di uno spazio finanziario unico/unificato ed un sistema monetario bicefalo sono state rese evidenti, il tutto accompagnato da modelli di vigilanza nazionali che non sono riusciti a stare al passo con la realtà interconnessa dello spazio finanziario europeo.

La mancata adesione monetaria e l'apertura del mercato dei servizi finanziari hanno consentito alla City di operare come free rider istituzionale e di lucrare con i derivati, scaricando i contraccolpi della contaminazione dei titoli tossici alle banche dell'Eurozona, aventi moneta diversa dalla sterlina.

⁵⁴ Giuseppe Di Gaspare, "Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria", Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche, Cedam, 2011. – l'esportazione dei titoli tossici nell'Eurozona-

⁵⁵ Giuseppe Di Gaspare, "Diritto dell'economia e dinamiche istituzionali", Cedam, 2015. - Il disallineamento delle politiche nazionali di bilancio e il Fiscal Compact-

La crisi ha evidenziato la mancanza di un centro politico coeso a difesa di quello che doveva essere l'interesse comunitario, superiore a quello dei singoli Stati.⁵⁶

4. CONCLUSIONE

“Un mercato deregolato inondato di liquidità e con tassi di interesse bassi, una bolla immobiliare globale e l'aumento sconsiderato della concessione di mutui subprime costituivano una combinazione tossica. Se a tutto ciò aggiungiamo il disavanzo fiscale e commerciale degli Stati Uniti e il corrispondente accumulo di ingenti riserve in dollari da parte della Cina era chiaro che le cose stavano andando malissimo. L'economia era in pieno squilibrio”.⁵⁷

Con queste parole il premio Nobel per l'economia Joseph Stiglitz descriveva la situazione drammatica in cui versava l'economia americana al momento dello scoppio della bolla dei subprime, negli ultimi mesi del 2007.

Si arrivò al momento, inevitabile per un'economia così strutturata, in cui l'offerta superò la domanda, ormai esausta. Questo per tutto il 2007, fino al calo dei prezzi degli immobili che mandò allo scoperto gli investimenti e attivò il meccanismo del “momento Minsky”: un crollo verticale, crescente e repentino della fiducia e, conseguentemente, dei mercati.⁵⁸

Resta comunque incomprensibile e inspiegabile il motivo per il quale tutto questo processo di deregolamentazione sia stato portato avanti impunemente senza chiedersi se potesse avere effetti negativi, nel lungo termine, sull'economia americana prima e globale poi. A maggior ragione, in un'economia globalizzata e interconnessa come quella mondiale dagli inizi del XXI secolo, che aveva già vissuto la crisi del mercato “dot.com” qualche anno prima.

Le peggiori conseguenze, poi, si verificarono nell'eurozona, con la moneta comune che non permise la gestione di liquidità da parte dei singoli paesi dell'Unione Europea, rendendo i loro debiti maggiormente esposti.⁵⁹

Molti avevano previsto che l'economia disegnata in tal modo non poteva durare: Roubini, Soros, Shiller. Tutti economisti convinti che i mercati non si correggono da soli.

⁵⁶ Giuseppe Di Gaspare, “Diritto dell'economia e dinamiche istituzionali”, Cedam, 2015. – Il deperimento istituzionale nell'Unione Europea-

⁵⁷ Joseph E. Stiglitz, “Bancarotta”, L'economia globale in caduta libera, Einaudi, 2010.

⁵⁸ Paul Krugman, “Fuori da questa crisi, adesso!”, Garzanti, 2012.

⁵⁹ In particolar modo, per i Paesi con un bilancio non in pareggio.

Soprattutto, è eclatante come, analizzati i dati a disposizione già nei mesi precedenti la crisi, come dimostra Stiglitz, si sia preferito mettere in un cono d'ombra gli aspetti negativi del processo, ed evidenziare invece solo i benefici che questo comportava al sistema economico americano.

L'esternalizzazione del rischio da parte delle banche, inoltre, ha causato un pesante abbattimento dei vincoli prudenziali nel rilascio dei prestiti, concedendoli anche a chi era assolutamente consapevole di non essere in grado di coprire il debito contratto.

Di difficile giustificazione è infine la completa deresponsabilizzazione dei manager e dei trader dalle scelte azzardate prese, scelte che hanno ridotto sul lastrico i numerosi investitori che in loro riponevano fiducia ignari di tutto.

Tutti questi elementi, sommati l'un l'altro, hanno portato alla crisi economica più grave, vasta e travolgente.

BIBLIOGRAFIA

- Giuseppe Di Gaspare, “Teoria e critica della Globalizzazione Finanziaria”, Dinamiche del potere finanziario e crisi sistematiche, Cedam, 2011.
- Giuseppe Di Gaspare, “Diritto dell’economia e dinamiche istituzionali”, Cedam, 2015.
- Joseph E. Stiglitz, “Bancarotta”, L’economia globale in caduta libera, Einaudi, 2010.
- Paul Krugman, “Fuori da questa crisi, adesso!”, Garzanti, 2012.

Abstract

The purpose is to find and to analyze the causes that triggered the subprimes crisis in 2007.

It follows different steps.

At first, a big process of deregulation, started during Reagan administration: in 1982 the Garn- St. Germain Depository Act (GSGDIA) allowed the banks to release mortgages without serious guarantees from the private borrowers. The Savings and Loan were encouraged to grant loans without taking any risks: in fact, the State, with the goal of revitalizing the construction industry, covered the risks.

This process brought the S&L near by the failure: only a spending of 140 billion dollars was able to save them. The banks discovered the possibility to export the risks of insolvency out of the banking system, selling the titles from the mortgages to other buyers. The name of this practice is securitization.

The banks moved from an approach originate-to-hold to a new one, originate-to-distribute.

In 1999, with the abolition of the Glass Steagall Act, there was no more separation among S&L and investment banking. The new bank groups had the dual capacity of broker and dealer; they were the market maker, they decided in every transaction which position was more advantageous.

When the Glass Steagall Act was in force, in fact, the single capacity was imposed to avoid bad conditions for the investors, with the regular matching between supply and demand.

In the last '90s the crisis of the "dot.com" market placed the assumptions to the development of the derivatives market. The dot.com market was a first step away from the regular financial market, but not fully separated from the real economy. The "dot.com" titles were treated in the NASDAQ, a

different platform compared to the NYSE, and were based on the informatic development that could bring big earnings. An important phase is that the values were not actuals anymore, but perspectives, moving from the real economy to an immaterial one, bigger and with more opportunities of earnings.

The NASDAQ was the link between the regular market- NYSE- and the autoregulated market – OTC-.

Derivates titles, as the noun says, comes from the mortgages and the obligations sold by the S&L to the investment banking system. They were produced in an assembly chain of ABS –Asset Backed Securities- and MBS –Mortgage Backed Securities- to become CDO – Collateralized Debt Obligation-.

It takes 5 steps for a derivate to be ready to the retail market.

To define the price of the title, the investment banks needed the audit agencies and the rating agencies, for the price to seem fair and objective.

The crisis of the subprimes began after many mutuers stopped paying back their loans, the cash flow that fed the system was interrupted, and the bubble exploded.