



CAPIRE LA FINANZA

# La cartolarizzazione e l'esplosione della crisi finanziaria

# Indice

## I. Il sistema di cartolarizzazione dei crediti

I.1. Chi ha inventato il sistema di cartolarizzazione?

## II. La genesi della crisi: i mutui immobiliari cartolarizzati

II.1. Il modello di credito basato sulla cartolarizzazione

II.2. Tipi di mutuo e rilassamento degli standard di accesso al prestito

II.3. Espansione del mercato del credito di bassa qualità

II.4. Lo scoppio della crisi subprime

## III. La crisi americana si scopre globale

III.1. La cartolarizzazione di secondo livello

Box CDO al quadrato

III.2. L'effetto domino della crisi

III.3. La valanga della crisi

## IV. Il fattore Moral Hazard nella crisi

## V. La cartolarizzazione in Italia

## Conclusioni

Box G20 e regolamentazione della finanza

## Bibliografia

## Siti

**Testo Testo tratto da**  
“La cartolarizzazione e  
l’esplosione della crisi  
finanziaria”

**cura di**

**Valeria Cusseddu**

*Luiss Guido Carli*

*Libera Università Internazionale  
di Studi Sociali*

**Con il contributo di**

**Andrea Baranes**

*Fondazione Culturale  
Responsabilità Etica onlus*

**Editing**

**Irene Palmisano**

*Fondazione Culturale  
Responsabilità Etica onlus*

Testi chiusi il 30/3/2011

# La cartolarizzazione e l'esplosione della crisi finanziaria

## I. Il sistema di cartolarizzazione dei crediti

La cartolarizzazione (*securitization*) è una complessa operazione finanziaria che consiste nel ricorrere a strumenti di debito, come l'emissione di titoli obbligazionari, per ottenere nell'immediato il rimborso di un credito a lungo termine, senza attenderne negli anni la restituzione da parte del debitore.

Il processo di cartolarizzazione si svolge tramite l'intervento di apposite società, denominate "società veicolo", poiché fungono da canale di congiunzione tra il soggetto titolare dei crediti (*originator*) e gli investitori sui mercati finanziari.

Il processo si articola in due fasi.

Nella prima fase, al fine di recuperare nell'immediato il denaro prestato, l'*originator* "cede" - o meglio rivende - i suoi crediti alla società veicolo. A fronte della cessione, la società veicolo paga subito l'*originator* la somma corrispondente all'ammontare del prestito, e quindi si sostituisce al creditore originario nel diritto a riscuotere il credito dal debitore.

*Come fanno le società veicolo a procurarsi il denaro per poter acquistare i crediti dall'originator?*

La risposta sta nella seconda fase del processo di cartolarizzazione: indebitandosi sui mercati finanziari. Le società veicolo, emettendo titoli obbligazionari, si fanno prestare nell'immediato denaro dagli investitori e dai risparmiatori che li sottoscrivono, garantendo loro che lo restituiranno sul medio e lungo termine.

*Sulla base di cosa possono garantire il rimborso?*

***Ricorrere a strumenti di debito per ottenere il rimborso di un credito a lungo termine, senza attenderne la restituzione da parte del debitore***

*Da dove provengono le risorse per rimborsare investitori e risparmiatori?*

Dal debitore iniziale (ad esempio il mutuatario), anello principale di questa catena, che nel lungo periodo restituisce, di solito a rate, il prestito ottenuto dall'*originator*, maggiorato degli interessi.

In virtù della cessione del credito, infatti, il denaro restituito dal debitore viene trasferito alla società veicolo, che può così utilizzarlo per rimborsare gli interessi e il capitale ai sottoscrittori dei titoli obbligazionari. In altre parole, i titoli obbligazionari sono rimborsati agli investitori con i soldi delle rate pagate dal debitore.



*Esempio 1 Un amico mi deve 100 euro, e ha promesso di restituirmeli tra un anno. Ho però bisogno di quei soldi prima del previsto. Se il mio amico non è in grado di ridarmeli, posso provare a cedere il mio credito ad altri. Trovo cinque persone disposte a darmi 20 euro ciascuna in cambio della promessa che il mio amico restituirà a loro e non più a me la somma dovuta a scadenza.*

*Ho quindi trasferito un credito ad altre persone. Per loro sicurezza, posso scrivere su un foglio di carta che il mio amico si impegna a restituire loro 20 euro ciascuna alla fine dell'anno. Queste sono di fatto delle obbligazioni, ovvero un impegno a restituire un debito. La trasformazione di un credito di 100 euro in 5 obbligazioni da 20 euro ciascuna è una versione semplificata di una cartolarizzazione. Il nome deriva dal fatto che ho trasformato un credito in un'obbligazione scritta su un pezzo di carta.*

*Esempio 2 Pensiamo ad una persona che chiede un mutuo in banca. Mettiamo 100.000 euro da restituire, considerati gli interessi, a rate da 1.200 euro al mese per 100 mensilità. Come nell'esempio precedente, per rientrare subito dei soldi erogati la banca può cercare 1.000 persone che diano alla banca 100 euro, in cambio della promessa di riceverne 110 dopo un certo numero di anni. La banca, in altre parole, emette 1.000 obbligazioni da 100 euro l'una, che verranno rimborsate a scadenza a 110 euro. In questo modo la banca guadagnerà comunque dall'emissione del mutuo (il mutuatario restituirà alla fine 120.000 euro, di questi 110.000 andranno a pagare le obbligazioni e 10.000 rimarranno alla banca).*

Per questo sono denominati ABS, Asset Backed Securities, ovvero titoli (securities) garantiti (backed) da attività finanziarie, come i crediti (assets).

È proprio questo meccanismo che costituisce la principale caratteristica e anche la principale pericolosità delle cartolarizzazioni. Il fatto che la garanzia che le società veicolo offrono ai sottoscrittori, sia completamente basata sulla presunta certezza di riscossione del credito di cui sono divenute titolari, significa che la solidità di questi titoli dipende soprattutto dalla capacità di rimborso (dalla solvenza) del debitore. Pertanto se i debitori non pagano le rate, le società veicolo non potranno più pagare le obbligazioni.

Così a guadagnarci dalla cartolarizzazione sono evidentemente il soggetto originator titolare dei crediti (di solito una banca) e le società veicolo.

Innanzitutto, gli unici a perderci, qualora il debitore non restituisse il suo prestito, saranno gli investitori. Per questo la cartolarizzazione è definita un processo di trasferimento del rischio: dall'originator (attraverso le società veicolo), il rischio di insolvenza viene trasferito agli investitori.

In secondo luogo, la liquidità fornita dagli investitori e risparmiatori che sottoscrivono gli ABS, torna - attraverso le società veicolo - all'originator, che così recupera immediatamente il denaro prestato, senza bisogno di attendere i tempi lunghi di rimborso da parte del debitore. Con la conseguenza fondamentale che questa liquidità (reperita sui mercati finanziari) consente di erogare nuovi crediti/prestiti, che saranno ancora cartolarizzati

per reperire sempre nuova liquidità.

Infine anche per le società veicolo singolarmente la cartolarizzazione costituisce un business. Poiché in genere i tassi di interesse applicati ai prestiti sono più alti rispetto ai tassi di interesse applicati ai prestiti obbligazionari, la società veicolo guadagna proprio sulla differenza tra gli interessi pagati dal debitore e gli interessi inferiori che paga agli investitori che sottoscrivono le sue obbligazioni.

## I.2. Chi ha inventato il sistema di cartolarizzazione?

Lo strumento della cartolarizzazione è stato ideato negli anni settanta, negli Stati Uniti, nell'ambito della strategia più generale di sostegno alla casa perseguita dall'amministrazione americana sin dagli anni del New Deal, allo scopo di dare una risposta all'esigenza di favorire la concessione di finanziamenti sempre maggiori ai mutui immobiliari dei cittadini americani.

Negli ultimi anni il ricorso a tecniche di cartolarizzazione si è diffuso notevolmente a livello globale e ha riguardato sempre più attività e settori diversi da quelli per cui era stata pensata originariamente, ovvero i mutui nel mercato immobiliare statunitense.

L'invenzione della cartolarizzazione è il risultato più evidente di un processo di finanziarizzazione (*financialization*) del settore immobiliare statunitense, che ha cominciato a svilupparsi negli anni settanta, ovvero quel processo di crescente interdipendenza tra set-

tore immobiliare e settore finanziario, per cui l'attività bancaria di concessione dei mutui immobiliari si è progressivamente collegata alle attività sui mercati finanziari internazionali. Il ricorso a strumenti di finanza offriva infatti alle banche e agli altri attori finanziari una soluzione semplice e veloce al problema di reperire liquidità per finanziare una quantità sempre maggiore di prestiti per l'acquisto della casa. La finanziarizzazione da quegli anni avrebbe così permesso l'espansione del mercato immobiliare e la realizzazione della "missione" statunitense di promuovere l'accesso alla proprietà della casa.

Per esprimere questa connessione, si usa l'espressione "mercato secondario dei mutui" (*secondary mortgage market*); anche per distinguerlo dal "mercato primario dei mutui" (*primary mortgage market*), in cui vi sono esclusivamente due categorie di soggetti: *prestatori* (le banche) e i *richiedenti* (le famiglie). Nel mercato secondario dei mutui immobiliari, invece, intervengono soggetti terzi, come gli investitori, che svolgono generalmente il ruolo di acquistare i mutui ipotecari dalle banche. La maggior parte dei mutui viene così ricollocata in enti diversi e autonomi dalle banche che li originano.

L'anello di congiunzione tra mercato statunitense dei mutui immobiliari e mercati finanziari, e quindi tra banca e investitori, è rappresentato da tre *agenzie para-governative*, che lavorano come "*Special Purpose Vehicle*", ovvero società "veicolo" con uno scopo specifico: quello favorire l'accesso dei cittadini americani alla proprietà della casa.





[www.laprogressive.com](http://www.laprogressive.com)

Sono la **Federal National Mortgage Association**, nota come **Fannie Mae**, la **Government National Mortgage Association**, nota come **Ginnie Mae**, e la **Federal Home Loan Mortgage Corporation**, **Freddie Mac**.

Sono imprese finanziate dal governo (*government sponsored enterprises*), formalmente private, che rientrano nella schiera degli istituti, creati dal Governo statunitense, per rispondere alle varie esigenze sociali in diversi settori, dell'agricoltura, dell'istruzione, del settore immobiliare.

Quando era stata creata, già negli anni '30 durante il New Deal di Roosevelt, Fannie Mae realizzava la sua missione di promuovere l'accesso alla proprietà della casa, acquistando dalle banche mutui immobiliari già erogati. In questo modo le banche, senza bisogno di attendere lo scadere del mutuo per ricomporre le loro risorse ma utilizzando la

liquidità ottenuta con la cessione del mutuo erogato potevano concedere ulteriori prestiti. Alla fine degli anni Sessanta, **Fannie Mae**, è stata trasformata in impresa privata, al fine di sottrarre le passività dell'istituto dal bilancio federale, trasferendo quindi, rischio e controllo nelle mani di privati. All'inizio degli anni Settanta, poi, il Dipartimento della casa e dello sviluppo urbano ha creato le altre due agenzie: **Ginnie Mae** e **Freddie Mac**.

Dagli anni Settanta, al fine di procurarsi i fondi per svolgere queste operazioni, Ginnie Mae aveva inventato un complesso meccanismo di finanziamento: la cartolarizzazione dei mutui immobiliari. La tecnica viene subito adottata anche da Fannie Mae and Freddie Mac, che la rendono ancora più sofisticata, divenendo molto presto le protagoniste del mercato dei mutui immobiliari. Nel 2008 Fannie Mae e Freddie Mac servivano indiret-

tamente circa 55 milioni di cittadini statunitensi, tre quarti dei mutui statunitensi erano di loro proprietà, e le due compagnie detenevano nei propri bilanci mutui per una cifra superiore ai 5,5 mila miliardi di dollari (pari all'intero debito pubblico statunitense, o al 40 per cento del PIL).

Ginnie Mae invece non ha mai assunto un

peso determinante nel settore, in quanto i crediti da cartolarizzare erano esclusivamente i mutui erogati in favore di dipendenti pubblici e di reduci (nel 2006 aveva emesso obbligazioni solo per il 4 per cento del totale). Tuttavia è stata fondamentale nell'aprire la strada al vero processo di finanziarizzazione del mercato dei mutui.

## II. La genesi della crisi: i mutui immobiliari cartolarizzati

La novità introdotta con la cartolarizzazione è rappresentata sostanzialmente dalla seconda fase in cui si articola il meccanismo. La prima fase non presenta infatti particolari novità rispetto al passato, in quanto veniva eseguita già da tempo da Fannie Mae: è il momento in cui si realizza la cessione di un pacchetto di mutui, che il soggetto creditore, il cedente o originator, cede a un soggetto esterno, il cosiddetto cessionario (in questo caso Fannie Mae, o Ginnie Mae), al fine di sottrarli al proprio bilancio, trasferendo così il rischio di insolvenza (che può derivare da un mutuo non restituito) su un soggetto diverso.

La seconda fase si innesta sulla prima, realizzando, come accennato, la vera e propria cartolarizzazione: in questo passaggio vengono emessi titoli obbligazionari legati o strutturati sui mutui ceduti. Come per gli ABS, di cui costituiscono un sottotipo, il collegamento tra questi titoli e i mutui è dato dal fatto che, in pratica, i titoli sono rimborsati, con i relativi interessi, utilizzando le rate del mutuo. Per questo questi titoli sono denominati **Mortgage Backed Securities (MBS)**, vale a dire “titoli garantiti dai mutui” (da mortgage - mutuo; to back - sostenere; securities - titoli).

### II.1. Il modello di credito basato sulla cartolarizzazione

La nuova possibilità per le banche di espandere le loro attività di credito senza compromettere i propri bilanci, dà forte impulso all'espansione del modello della cartolarizzazione basato sul sistema parallelo delle società veicolo o Special Purpose Vehicle. Se nei decenni precedenti gli anni settanta le banche svolgevano semplicemente il ruolo di intermediari (i fondi per l'erogazione dei mutui provenivano dai depositi o al massimo dall'emissione di propri titoli obbligazionari), attraverso la cartolarizzazione possono attingere la liquidità necessaria a finanziare le loro attività di prestito, attraverso le società veicolo, dai mercati finanziari internazionali. Questo non solo favorisce lo sviluppo del mercato del credito, ma comporta anche il passaggio dal modello bancario “classico”, denominato Originate to Hold (OTH) al modello bancario “innovativo”, denominato Originate to Distribute (OTD). La principale caratteristica del modello tradizionale (OTH) è che le attività e i rischi connessi vengono mantenuti (hold) nei bilanci della banca (non vengono “distribuiti” esternamente). La ca-

ratteristica principale del modello OTD è invece il trasferimento dei crediti “fuori bilancio”, dalle banche alle società veicolo, e quindi la successiva dispersione dei rischi, da queste ultime ai mercati finanziari globali. Poiché il modello OTD è imperniato sul ruolo fondamentale delle società veicolo, nelle quali le banche trasferiscono gli attivi, in modo tale da eludere i requisiti di riserva e di capitale, necessari per legge e regolamento, questo sistema ha dato vita a quello che è stato definito il “sistema bancario ombra” (shadow banking system). Si tratta di un sistema costituito da società, solitamente registrate in qualche paradiso fiscale, che svolgono molte delle operazioni delle banche, si comportano di fatto come banche ma non sono banche, e possono quindi evitare tutti i controlli e le regolamentazioni a cui le banche sono sottoposte. Le società veicolo o SPV costituiscono uno dei pilastri di questo sistema ombra.

Il problema insito nel nuovo modello OTD sta nel fatto che rende possibile per la banca erogare una crescente quantità di credito senza doversi preoccupare del rischio di insolvenza. La cartolarizzazione quindi produce per le banche un effetto di distorsione o indebolimento degli incentivi a valutare in modo corretto il merito di credito, conducendo così a un abbassamento della qualità dei prestiti.

Proprio il nuovo modello bancario, basato sulla cartolarizzazione, rappresenta il principale fattore che determina non solo l’espansione del mercato dei mutui, soprattutto dei mutui di bassa qualità, ma anche lo sviluppo, a livello globale, di un mercato di prodotti finanziari, tutti legati da ultimo al debito privato statunitense.



<http://www.andrewlipson.com/escher/relativity.html>

## II.2. Tipi di mutuo e rilassamento degli standard di accesso al prestito

La crescita del mercato dei mutui immobiliari è stata quindi senza dubbio determinata da un abbassamento dei requisiti di accesso al prestito.

Fino ai primi anni del 2000, il mercato dei mutui e dell’emissione di MBS, era dominato dai **(A) mutui Agency**: mutui erogati in favore di mutuatari affidabili (“prime borrowers”), che rispondevano cioè ai cui requisiti imposti dal Congresso, attraverso le Government Sponsored Agencies (per questo “agency”).

Al di fuori del sistema istituzionale esistevano, fino ai primi anni 2000 a un livello ancora marginale, altre tre categorie di mutui: **(B) i mutui Jumbo**, **(C) i mutui Alt-A**, e **(D) i mutui Subprime**. **(B) I mutui Jumbo** sono ancora concessi a mutuatari affidabili (prime borrowers) ma, a differenza dagli Agency,



il prestito concesso è superiore ai limiti imposti dal Congresso, e cioè di circa 400 mila dollari statunitensi; **(C) i mutui Alt-A** sono invece concessi a mutuatari meno affidabili, in quanto per ottenerli non è richiesta tutta la documentazione, manca per esempio la dichiarazione dei redditi<sup>1</sup>; **(D) i mutui Subprime**, infine, coinvolgono mutuatari assai poco affidabili, in quanto non prevedono come garanzia né il reddito (*income*), né il lavoro (*job*), né il patrimonio (*asset*).

Per questo motivo, sono anche definiti mutui **NINJA** (No Income, No Job, No Assets). Il mutuatario subprime ha un punteggio di credito, ovvero la misura della probabilità di default del debitore calcolata tenendo in considerazione la precedente storia di credito e l'attuale situazione finanziaria, inferiore a una certa soglia.

A partire dal 2002 si assiste a una crescita esorbitante del credito di bassa qualità: la quota dei mutui *non-agency* (i mutui delle ultime tre categorie), nell'anno 2006, ammontava a circa il 45 per cento del totale. Tra questi, inoltre, la quota di mutui subprime era molto più consistente rispetto ai mutui delle altre due categorie.

1 Il nome Alt-A è l'abbreviazione di Alternative A. Il termine indica che questi mutui sono meno sicuri, o, con il solito eufemismo finanziario, "alternativi" a quelli migliori (i mutui Agency detti anche A-paper) ma comunque migliori dei subprime, e quindi sempre da considerarsi dei mutui "di classe A".

### II.3. Espansione del mercato del credito di bassa qualità

Il boom di mutui negli ultimi anni deve essere ricondotto necessariamente anche ad altri fattori.

Innanzitutto al **basso tasso di risparmio statunitense**, che rendeva oltremodo difficile per le banche l'erogazione di credito sulla base del modello bancario tradizionale, fondato sulla corrispondenza prestiti-depositi. In pratica i cittadini statunitensi non risparmiano, il che significa che non depositano in banca i propri soldi. Come fanno allora le banche a trovare le risorse per erogare sempre più mutui e alimentare il mercato? Ricorrendo alle cartolarizzazioni, che permettono alle stesse banche di spostare fuori bilancio i

prestiti realizzati in modo da concederne altri. Da questa breve descrizione si comprende come il sistema delle cartolarizzazioni sia assolutamente funzionale all'espansione di un'economia basata non sulla crescita reale ma sull'indebitamento crescente.

Un secondo fattore è costituito dall'**aggressiva housing agenda dell'amministrazione statunitense**, che nel 2003 ha portato all'adozione di un piano per rimuovere ogni barriera all'acquisto della casa (come l'abbattimento dei costi di anticipo e la riduzione della documentazione richiesta).

Un terzo fattore determinante è stato inoltre la **deregulation**, o deregolamentazione o ovvero la progressiva eliminazione delle regole che disciplinavano il settore finanziario. Ad aprire la strada alla deregolamentazione

*La Banca centrale statunitense ha promosso per anni una politica di bassi tassi di interesse che ha facilitato l'emissione di mutui a basso costo e reso molto appetibile per le famiglie indebitarsi*



è la ratifica da parte dell'Amministrazione Clinton nel '99 del **Gramm-Leach-Bliley Act**, che elimina la fondamentale separazione tra banche commerciali e banche di investimento, e soprattutto limita il potere di controllo e sorveglianza sul sistema bancario.

Segue così un'ondata di liberalizzazione, che nel 2000 coinvolge il mercato degli strumenti finanziari innovativi, esentando molte operazioni finanziarie dal controllo delle autorità di vigilanza (**Commodity Futures Modernization Act**)<sup>2</sup>, e nel 2004 coinvolge le grandi banche investimento, le cosiddette big five (Lehman Brothers, Bear Stearns, Merrill Lynch, Goldman Sachs e Morgan Stanley), che vengono esentate del rispetto dei vincoli sul rapporto di *leverage* massimo che le banche erano autorizzate a sostenere, ovvero il rapporto tra capitale impiegato in attività e capitale proprio. Il rapporto di leverage concesso era solitamente del 5 a 1.

La Sec poteva addirittura costringere una banca a chiudere, se questa raggiungeva un leverage superiore. Ottenuta l'esenzione, il rapporto di leverage è sensibilmente aumentato

<sup>2</sup> Nello specifico, con questo provvedimento viene eliminato ogni controllo della SEC sui derivati over the counter (scambiati cioè in mercati deregolamentati), e in particolare su quello dei Credit Default Swap (CDS). I CDS sono per alcuni versi analoghi a dei contratti assicurativi che rimborsano il creditore che li sottoscrive dalle eventuali perdite dovute all'insolvenza del suo debitore, rendendo così ogni investimento di fatto privo di rischio. Se nel 1999 i CDS ancora praticamente non esistevano, dopo l'entrata in vigore del Commodity Modernization Act il mercato dei CDS ha registrato un'impressionante impennata, e alla fine del 2007 aveva raggiunto l'esorbitante cifra di 45 mila miliardi di euro, pari praticamente al PIL di tutto il mondo, diventando così un mercato immenso, ma anche poco trasparente (circa il 60 per cento dei contratti era stipulato per telefono). Per ulteriori dettagli, vedi la Scheda Capire la Finanza sui Derivati.

in tutte le investment bank, che raggiungono livelli di leva di gran lunga superiori rispetto a quanto era consentito agli altri operatori. Il caso di Bear Stearns è alquanto significativo: la banca è arrivata a reggere un rapporto tra impieghi e capitale del 33 a 1. Ciò significa, sostanzialmente che, con ogni dollaro detenuto, essa impiegava o investiva 33 dollari. Una leva così elevata permette di moltiplicare i profitti quando le cose vanno bene, ma è anche un rischio enorme per la stabilità della banca. Se ho una leva di 33 a 1, per ogni 100 dollari che investo sui mercati finanziari 3 sono miei, gli altri 97 sono presi a prestito. Visto che i debiti vanno restituiti, basta allora una perdita del 3% sui miei investimenti per azzerare il mio patrimonio.

Contestualmente a questa importante decisione, con l'accordo di Basilea viene ulteriormente concesso a tali banche il diritto di valutare i rischi assunti, attraverso "modelli di rischio fatti in casa, a proprio uso e consumo".

L'ultima restrizione alle banche (e ultimo argine a tutela dei risparmiatori) viene abbattuta, sempre nel 2004, quando le banche interstatali vengono esentate dalla normativa statale contro il credito predatorio (*predatory lending*), ovvero la pratica di indurre in errore il mutuatario nascondendogli condizioni estremamente svantaggiose e irragionevoli, in modo da fargli sottoscrivere mutui insostenibili che altrimenti non avrebbe sottoscritto. Questo provvedimento rappresenta di fatto un invito all'abuso per le banche che concedono mutui: secondo le indagini del Federal Bureau of Investigation (FBI 2006) i casi accertati di frode nell'elargizione dei mutui sono più che raddoppiati dopo il provvedimento del 2004, passando dai 17.127 casi nel 2004 ai 35.617 nel 2006. E si stima che nel 2007 siano arrivati a 60.000.

L'ultimo fattore che ha favorito l'espansione del credito è infine rappresentato dalla **crecente domanda di credito e di consumo delle famiglie**, alimentata dalla politica monetaria espansiva, perseguita dalla Fed per tutto il periodo 2001-2005. La Banca centrale statunitense ha promosso per anni una politica di bassi tassi di interesse, o basso "costo del denaro", che ha facilitato l'emissione di mutui a basso costo e reso molto appetibile per le famiglie indebitarsi.

#### II.4. Lo scoppio della crisi subprime

Questa situazione ha rappresentato il terreno fertile in cui si è sviluppata la crisi subprime.

La crisi può essere sintetizzata in pochi passaggi:

➔ In primo luogo l'espansione del credito è speculare a una contestuale espansione dell'indebitamento, incoraggiato e incentivato dalle banche che elargiscono mutui, in particolare dalle condizioni contrattuali apparentemente molto favorevoli da loro offerte.

➔ In secondo luogo il rilassamento degli standard, a partire dal 2003, permettendo l'entrata nel mercato dei mutui immobiliari a nuovi consumatori, conduce a un aumento della domanda di case, e quindi a una abnorme crescita dei prezzi degli immobili, soprattutto tra il 2001 e il 2005, alimentando la bolla immobiliare.

L'aumento della domanda da parte delle famiglie, che non sarebbero altrimenti mai entrate a far parte di questo mercato, può essere spiegato col fatto che le banche sono riuscite a creare delle tipologie di mutuo molto attraenti: prestiti a lunga scadenza, a tasso variabile,

ma con la possibilità di rifinanziamenti, anche nel breve periodo. La continua rinegoziazione delle condizioni, era l'unico strumento che permetteva ai debitori di sostenere nel breve periodo i pagamenti delle rate di mutui, che non sarebbero mai riusciti a restituire. E d'altra parte era molto conveniente per le banche, poiché allungava il periodo di rimborso e soprattutto perché, nel caso di inadempienza del debitore, queste avrebbero comunque potuto procedere al pignoramento della casa, incassandone così la rivalutazione rispetto a quando avevano erogato il prestito.

➔ I problemi cominciano quando la bolla immobiliare inizia a sgonfiarsi, ovvero quando i prezzi iniziano a scendere. Il crollo dei prezzi delle case può essere ricondotto a due fenomeni congiunti: da una parte la crescente domanda di case viene gradualmente assorbita dall'esorbitante espansione dei mutui, per cui l'aumento del numero di famiglie che riuscivano ad acquistare una casa ha alla lunga condotto ad una saturazione del mercato immobiliare; d'altra parte i costruttori, allettati dagli elevati prezzi delle case, hanno investito sempre più nella costruzione di nuovi immobili, per i quali però, a un certo punto, a causa della saturazione del mercato, non si trovano più acquirenti. Insomma, intorno al 2005, la domanda immobiliare si stabilizza a un livello inferiore rispetto all'offerta, con l'effetto di far crollare i prezzi.

➔ La conseguenza più importante si ripercuote sulle famiglie che hanno contratto il mutuo e consiste nel fatto che le banche sono costrette a rompere il meccanismo di rifinanziamento del prestito a favore dei mutuatari: a causa della svalutazione dei prezzi immobiliari, infatti, la banca si ritrova davanti un debitore che non potrà mai ripagare il suo de-



bito nemmeno attraverso la restituzione della casa ipotecata (perché vale molto meno rispetto al momento dell'acquisto), per cui non avendo più come garanzia nemmeno la casa, non hanno più nemmeno incentivi a concedere un prolungamento del prestito.

I titolari dei mutui si ritrovarono così di fronte a rate insostenibili e, quindi, all'impossibilità di ripagare i propri debiti. Così, con i tassi di insolvenza che tra il 2005 e il 2007 aumentano del 50 per cento, scoppia la crisi subprime.

➔ Le conseguenze sui mercati finanziari sono presto evidenti: non appena sono venuti a mancare i flussi costituiti dalle rate e dal

rimborso dei mutui da parte dei debitori, infatti, i titoli obbligazionari garantiti da quei mutui, i Mortgage Backed Securities, hanno registrato drastiche perdite di valore, anche del 70 o 80 per cento in meno di un anno.

➔ L'analisi del meccanismo della cartolarizzazione come passaggio fondamentale della crisi dei mutui subprime all'interno del mercato statunitense, lascia già intuire come, attraverso la trasformazione dei mutui in titoli (MBS) da rivendere sui mercati finanziari di tutto il mondo, la crisi da localizzata all'interno dei confini nazionali statunitensi sia divenuta globalizzata.

### III. La crisi americana si scopre globale

Il meccanismo della cartolarizzazione così non solo è utile per spiegare la crisi subprime, ma è anche utile allo scopo di fornire una visione per quanto possibile globale della crisi finanziaria e degli attori e strumenti coinvolti.

Da una parte infatti la cartolarizzazione, permettendo di ricorrere ai mercati finanziari per finanziare l'erogazione dei mutui, è stata alla base dell'espansione del settore immobiliare (con aumento della domanda e offerta di case), rappresentando così il canale di congiunzione principale tra il settore immobiliare e il settore finanziario. In maniera ancora più centrale attraverso tale processo il *primary market* dei mutui, pur rimanendo prettamente nazionale, si è legato indissolubilmente al *secondary market* della finanza, che non conosce confini nazionali e coinvolge operatori provenienti da tutto il mondo, con il risultato di rendere il mercato dei mutui

indirettamente globalizzato. Questa interdipendenza tra i due mercati si è tradotta in una esposizione di tutto il sistema finanziario globale ai rischi connessi al mercato "locale" dei mutui.

In altre parole la cartolarizzazione ha di fatto trasferito i rischi legati a un crescente indebitamento e a un sempre minore credito dei debitori ai piccoli risparmiatori in tutto il mondo.

È quindi proprio a causa delle cartolarizzazioni che una crisi localizzata, circoscritta ai confini statunitensi e a un singolo settore dell'economia "non finanziario" (il settore immobiliare), è diventata crisi globalizzata, propagandosi a tutto il mercato del credito e provocando il crollo di tutto il sistema finanziario e economico globale.

### III.1. La cartolarizzazione di secondo livello

Solo considerando il fatto che il processo di cartolarizzazione non si esaurisce semplicemente con i Mortgage Backed Securities può essere compreso come mai i rischi sistemici prodotti dalle incredibili interconnessioni tra mercato dei mutui e mercato finanziario, non siano stati adeguatamente percepiti o previsti. Esiste infatti un “secondo round” di cartolarizzazione, una cartolarizzazione sulla cartolarizzazione, attraverso il quale i titoli strutturati sui mutui possono essere rimpacchettati e cartolarizzati a loro volta, in nuovi titoli obbligazionari che, avendo come collateral o sottostante altre obbligazioni MBS, sono definiti **Collateralized Debt Obligations (CDO)**.

Il processo avviene ancora all'interno del sistema bancario ombra degli *Special Purpose Vehicle*, sebbene non negli stessi SPV coinvolti nella prima cartolarizzazione: gli emittenti di CDO sono infatti **società veicolo di secondo livello**, create dalle banche di investimento che intendono sottoscrivere i titoli MBS dagli SPV di primo livello, e allo stesso tempo finanziare le loro operazioni attraverso una nuova cartolarizzazione di questi titoli nei CDO da rivendere agli investitori di tutto il mondo.

Le **Collateralized Debt Obligations** hanno le stesse caratteristiche e sono costruiti con lo stesso meccanismo degli Mortgage Backed Securities, con l'unica differenza che, mentre questi ultimi hanno come sottostante i mutui, i CDO sono titoli che hanno come sottostante altri titoli. E, similmente al meccanismo di rimborso degli MBS (finanziato con l'incasso delle rate dei mutui), il rimborso e le cedole dei CDO sono finanziati con i rimborsi e il pagamento delle cedole degli MBS da parte della società veicolo di primo livello. Il com-

pito del SPV di secondo livello è in sostanza quello di trasferire il flusso di cassa originato dagli MBS agli investitori finali acquirenti dei CDO. Poiché gli MBS sono garantiti dai mutui, i CDO sono così da ultimo ancora legati alla qualità dei mutui.

Allo scopo di sfruttare le diverse propensioni al rischio degli investitori e espanderne il più possibile il mercato, i CDO sono suddivisi in diverse classi di rischio o *tranches*. Andando dal più alto livello di rischio al più basso, le *tranches* sono denominate *tranche equity*, *tranche junior*, *tranche mezzanine*, *tranche senior*.

La **tranche equity**, alla quale è attribuito il rating più basso, espone chi la sottoscrive al più alto rischio di insolvenza, tanto che è anche definita *toxic waste*, “rifiuto tossico”. A causa degli elevati rendimenti aggiuntivi richiesti dagli investitori a fronte dell'elevato rischio assunto per questa categoria di titoli, è risultato più conveniente venderli alle banche. Sono infatti generalmente proprio le banche originators ad avere interesse al riacquisto dei titoli legati ai mutui peggiori: in questo modo è segnalata la bontà delle altre categorie di titoli, oggetto di una valutazione migliore da parte delle società di rating, rispetto alla *tranche equity* che, se non arriva sul mercato ma torna alla banca, non viene nemmeno valutata dalle agenzie di rating. È anche possibile che alcune *tranche equity* siano comunque vendute agli hedge fund, disposti ad accollarsi l'elevato rischio che ne deriva, a fronte di un alto rendimento. Naturalmente senza la cartolarizzazione, questo rischio non si sarebbe mai materializzato, poiché esso nasce sostanzialmente dalla possibilità unica, offerta dalla cartolarizzazione, di fornire mutui a famiglie che non sono in grado di pagare le rate.



La **tranche junior**, la più rischiosa delle tranches collocate sul mercato, a parte il segmento equity, è classificata con una valutazione “BBB” o inferiore. Essa è destinata agli investitori più propensi al rischio, come gli hedge fund, che rischiano delle perdite anche in caso di una piccola percentuale di default sui mutui. Il rischio sta nel fatto che se anche solo una ridotta parte dei mutuatari è insolvente, l’investitore perde tutto. Altrimenti, se i mutui sono ripagati, l’investitore percepisce un rendimento elevatissimo sul capitale investito.

La classe intermedia, la **tranche mezzanine**, valutata con rating “AA” e “A”, è destinata invece agli investitori che rischiano una perdita unicamente in caso di percentuale più alta di default. È pertanto meno rischiosa, poiché il fallimento dell’investimento richiede un numero di mutuatari insolventi maggiore. La minore rischiosità si riflette sull’interesse inferiore percepito dagli investitori. La domanda di CDO mezzanine è abbastanza contenuta, rispetto ai CDO junior che incontrano una elevata domanda da parte degli investitori più propensi al rischio e ai CDO senior che incontrano una elevata domanda da parte degli investitori più conservativi.

La fascia meno rischiosa, la **tranche senior**, valutata con rating “AAA”, è infatti destinata agli investitori più avversi al rischio, come i fondi pensione. L’investimento nelle tranches senior genera rendimenti piuttosto contenuti, ma prospetta probabilità di riuscita più alte. Perché l’investimento fallisca è necessario un numero molto elevato di insolvenze, al punto che anche nel caso di default della metà dei mutuatari l’investimento non comporta alcuna perdita. Un numero elevato di insolvenze è peraltro difficilmente verificabile, se non in situazioni eccezionali di profonda crisi economica, soprattutto in base ai modelli di va-

## CDO al quadrato

I CDO possono essere a loro volta cartolarizzati in altri CDO, definiti CDO al quadrato (CDOs squared) poiché hanno come collateral altri CDO.

Con lo stesso meccanismo si possono anche costruire CDO al cubo (CDOs cubed), aventi come collateral i CDO al quadrato. Potenzialmente possono essere costruiti CDO su CDO all’infinito.

Alla base c’è la difficoltà di collocare sul mercato i CDO mediamente rischiosi (soprattutto della tranche mezzanine), per mancanza di domanda. Attraverso la creazione di nuovi CDO, invece, la suddivisione in classi ricomincia da capo, inglobando anche le classi intermedie, per cui si potranno avere CDO quadro classificati come “AAA”, per i quali la domanda sul mercato è abbondante. Per l’investitore infatti, essendo un’analisi effettiva del rischio connesso a tali strumenti molto complessa, è sufficiente un rating positivo per convincersi dell’opportunità dell’investimento.

È in quest’ambito che il ruolo delle agenzie di credito è diventato fondamentale: queste agenzie sono oggi sul banco degli imputati per non avere saputo valutare il rischio di tali strumenti, che sono così finiti con un giudizio “triplo A” nel portafogli di fondi di investimento e fondi pensione tradizionalmente poco inclini al rischio. Questo discorso prescinde però da un’analisi più ampia: i CDO, e a maggior ragione CDO al quadrato e al cubo, appaiono totalmente slegati dall’economia reale: sono titoli sintetici (oggi ribattezzati con maggiore onestà titoli tossici) che vengono scambiati quotidianamente sui mercati finanziari ma caratterizzati da una enorme difficoltà tecnica e da una trasparenza scarsa o nulla.

lutazione utilizzati dalle società di rating, che hanno sistematicamente assegnato a queste tranche la tripla A. Per questo le tranche senior sono state definite catastrophe bond, ad enfatizzare il fatto che quando l'investimento in tranche senior fallisce significa che anche l'economia nel suo complesso è fallita.

### III.2. L'effetto domino della crisi

Il sistema finanziario, nonostante gli enormi rischi assunti dagli operatori, si è mantenuto in equilibrio precario, proprio sfruttando la possibilità, offerta dagli strumenti della cartolarizzazione (e dei derivati sul credito), di trasferire i rischi ad oltranza e apparentemente disperderli nel sistema. Tali strumenti, però, profondamente legati e interdipendenti l'uno dall'altro, hanno costituito i principali canali attraverso i quali la crisi si è propagata dai subprime a tutto mondo. L'analisi di questi strumenti permette di comprendere come tale propagazione sia avvenuta. L'effetto domino si è innescato quando sono cominciate le insolvenze tra i mutuatari (secondo i passaggi descritti sopra), ed è scoppiata la crisi subprime.

#### 1) I titoli legali ai mutui.

I primi prodotti ad andare in default sono naturalmente i titoli garantiti da quei mutui: MBS e CDO. Non appena sono venuti a mancare i flussi di cassa originati dalle rate e dal rimborso dei mutui da parte dei debitori, infatti, questi titoli hanno registrato enormi perdite. Da questo momento la crisi si è propagata a effetto domino colpendo tutti gli operatori coinvolti.

#### 2) Le società veicolo.

La crisi subprime ha colpito presto le società veicolo, ossia gli Special Purpose Vehicle, emettenti di MBS e CDO, poiché non potevano



<http://nicholsoncartoons.com.au/>

più garantirli con i mutui, dato che non erano stati rimborsati. Fannie Mae e Freddie Mac si sono ritrovate con oltre 200 miliardi di dollari di debiti in scadenza. Il Tesoro americano ha così deciso di nazionalizzarle, di stanziare per ciascuna agenzia 100 miliardi di dollari, e infine di acquistare gli MBS emessi dalle due società. Dopo che, per oltre un ventennio, gli Stati Uniti avevano offerto sui mercati internazionali le obbligazioni di Fannie e Freddie con l'implicita garanzia del Tesoro, il loro salvataggio attraverso la nazionalizzazione appariva come l'unica soluzione per non perdere la credibilità.

#### 3) Il sistema bancario ombra.

Al default delle società veicolo è seguito quello degli acquirenti finali di MBS e CDO, e soprattutto delle banche che operavano nel sistema bancario ombra delle società veicolo.



#### 4) Le investment bank.

La sorte delle investment bank è diventata il vero simbolo della crisi. Con la crisi di liquidità sul mercato queste banche si sono ritrovate non solo nella difficoltà di trovare sottoscrittori per nuovi titoli obbligazionari, che avrebbero potuto assorbire temporaneamente le perdite provocate dalla svalutazione degli MBS e dei CDO che detenevano nei propri bilanci, ma anche nell'impossibilità di rimborsare gli investitori che avevano precedentemente sottoscritto i loro titoli. Le più grandi investment bank statunitensi, le cosiddette "big five", sono così praticamente scomparse: **Bear Stearns**, sull'orlo del fallimento, non viene lasciata fallire per i riflessi sistemici che ciò avrebbe comportato in quanto "troppo interconnessa" (*too interconnected to fail*) e viene salvata grazie all'intervento della Fed che stanziava 29 miliardi di dollari per assorbire le perdite, e dall'acquisto nel marzo 2008 da parte di **JP Morgan**, a un prezzo di 10 dollari per azione (nel 2007 le azioni valevano 150 dollari). **Merril Lynch**, anch'essa in grave crisi per la forte esposizione alle perdite in titoli legati ai mutui, viene acquistata da Bank of America per 50 miliardi di dollari (mentre l'anno prima valeva 100 miliardi). **Lehman Brothers**, è l'unico caso in cui l'amministrazione statunitense, forse per dare finalmente un avvertimento agli attori finanziari, ha applicato la legge di mercato, decidendo di lasciarla fallire. Il fallimento di Lehman Brothers, in particolare, rappresenta l'evento più significativo della crisi, segnando

*Il sistema finanziario si è mantenuto in equilibrio sfruttando sfruttando la possibilità offerta dagli strumenti dei derivati sul credito la possibilità di trasferire i rischi ad oltranza e apparentemente disperderli nel sistema*

in modo eclatante il passaggio dalla crisi localizzata nei titoli tossici delle banche commerciali statunitensi a una crisi che contagia tutto il sistema finanziario. La svolta nella politica dell'intervento, che ha destato molto scalpore, è stata giustificata sostenendo che le interconnessioni del business delle obbligazioni erano limitate e tutte interne al sistema degli investitori istituzionali. **Morgan Stanley** e **Goldman Sachs**, vengono invece trasformate in holding bancarie tradizionali, ossia in banche commerciali, per poter usufruire dei finanziamenti pubblici della Fed. Scelta che

ha segnato la rivincita del modello tradizionale della banca commerciale rispetto al modello della banca di investimento.

#### 5) Le banche originator.

Infine l'effetto domino ha travolto le banche originator, ossia quelle che elargivano i mutui. Queste banche, infatti come è stato visto precedentemente, riacquistavano le tranche equity, la classe più rischiosa di titoli garantiti dai mutui, dal cui rischio pensavano di proteggersi attraverso le assicurazioni offerte dai Credit Default Swap. Ma causa della difficoltà di ottenere gli indennizzi sui default, le banche si sono ritrovate nei propri bilanci perdite immense. Circa il 50 per cento dei titoli strutturati sui mutui subprime (MBS e CDO) è rimasto all'interno dei bilanci bancari.

### III.3. La valanga della crisi

Senza entrare nel dettaglio del successivo precipitare della situazione, è opportuno no-



tare che la crisi dei subprime ha scatenato a valanga una crisi finanziaria globale e quindi una crisi nell'economia reale a causa di diverse cinghie di trasmissione. Le due principali sono l'effetto leva delle banche e la mancanza di fiducia.

A causa dell'effetto leva, anche delle piccole perdite nel settore dei mutui e delle CDO ha comportato enormi riduzioni nel patrimonio delle banche. Riprendendo l'esempio del paragrafo 2.3., con una leva di 33 a 1 basta una perdita dell'1% per "mangiarsi" il 33% del patrimonio. Per compensare tali perdite bisogna allora vendere delle attività per "fare cassa". Se tutti vogliono vendere, e a maggior ragione in un momento di crisi i mercati vanno nel panico, e il prezzo dei titoli crolla, anche di quelli sicuri e che nulla hanno a che vedere con il sistema dei mutui.

In secondo luogo le banche hanno iniziato

a non fidarsi più delle loro omologhe, e si è bloccato il mercato interbancario. Quest'ultimo consiste nei prestiti che quotidianamente le banche si fanno le une alle altre, ed è la vera e propria linfa che fa funzionare l'intero sistema finanziario. Allo scoppio della crisi le banche hanno iniziato a temere di ricevere titoli "tossici" in cambio dei prestiti realizzati sul mercato interbancario, proprio nello stesso momento in cui la liquidità serviva di più, perappare le perdite che venivano a crearsi con la crisi dei mutui subprime. Si è allora bloccato l'intero sistema del credito, e la crisi ha coinvolto le banche di tutto il mondo e subito a cascata le imprese, che non hanno più avuto accesso al credito. Per spezzare questa spirale sono allora dovuti intervenire governi e banche centrali, iniettando liquidità nel sistema e garantendo i titoli tossici nei bilanci delle banche.

## IV. Il fattore Moral Hazard nella crisi

I fattori e le contingenze che hanno scatenato la crisi sembrano infatti potersi ricondurre in ultima analisi principalmente ad un'unica causa tale da spiegare il problema fondamentale della struttura finanziaria attuale, ovvero l'assunzione di quantità di rischi eccessive da parte degli operatori, che l'innovazione finanziaria incontrollata non solo ha reso possibile, ma ha anche incentivato. L'eccessiva assunzione di rischio può essere infatti ricondotta al *moral hazard*, o azzardo morale, insito negli strumenti di trasferimento del rischio di credito, ovvero del rischio di insolvenza della controparte, costituiti dalla cartolarizzazione e dai derivati sul credito come i Credit Default Swap.

Nel campo delle assicurazioni il termine *moral hazard* è usato per descrivere la situazione che si crea quando un soggetto decide di assicurarsi contro la possibilità che si verifichi un evento non desiderato. Ottenuta la protezione su questo rischio, però, l'assicurato si comporterà in modo meno prudente, così che la probabilità di verificarsi dell'evento non desiderato aumenta. L'esempio classico che spiega questa situazione è quello di un soggetto che acquista un'automobile, e che si vuole assicurare dal rischio di furto. Dal momento in cui ottiene un'assicurazione che rimborserebbe totalmente il valore dell'auto in caso di furto, il proprietario si comporterà in modo meno vigile di quanto non facesse prima.



Nel campo della finanza, l'azzardo morale è esasperato. L'espressione indica quella situazione in cui gli operatori, grazie alla possibilità di ricorrere agli strumenti di trasferimento del credito, investono in attività estremamente rischiose, che non avrebbero altrimenti intrapreso. Così, scaricando il rischio di perdite all'esterno, l'operatore si ritrova in una situazione di "isolamento" dalle conseguenze indesiderate delle sue azioni e non ha incentivi a comportarsi diversamente<sup>3</sup>.

Il problema principale della cartolizzazione è rappresentato dalle incredibili distorsioni che produce: se la funzione è infatti quella di contenere i rischi per il singolo operatore, il risultato è in realtà quello di farli aumentare a dismisura, poiché la stessa possibilità di trasferirli porta l'operatore a investire proprio nelle attività oggettivamente più rischiose.

Inoltre, è proprio la logica dell'investitore razionale a guidare gli operatori: la cartolizzazione permette sostanzialmente di elimi-

nare dal calcolo costi/benefici (alla base del modello dell'investitore razionale) la voce dei costi, per cui alla luce di questo calcolo rimane agli operatori solo la possibilità di guadagnare altissimi rendimenti (se l'investimento va bene).

A fronte di un rischio di perdita (se l'investimento va male) che da elevato diventa per il singolo operatore nel momento in cui lo trasferisce nullo e inesistente. Peraltro il calcolo dei costi di un singolo investimento non può certamente includere il calcolo di eventuali rischi sistemici, non potendo l'operatore tenere in considerazione nelle sue scelte di investimento tutti i rischi che provengono dagli ultimi anelli della catena del trasferimento del rischio (default dei mutuatari subprime).

È quindi chiaro che tutto questo è possibile solo in un mercato deregolamentato, nel quale gli operatori non incontrano alcun ostacolo nell'effettuare le loro operazioni e nel quale, non essendo tenuti a preoccuparsi dei rischi sistemici, sono liberi di assumersi rischi esorbitanti per poi farli ricadere sul sistema nel suo complesso.

Trasferire il rischio non infatti significa eliminarlo: è sufficiente che si verifichi una crisi di liquidità all'interno di un singolo settore per far saltare tutto il sistema. Come è successo in questa ultima crisi. Proprio perché le cartolizzazioni hanno creato una rete fittissima di interconnessioni tra i vari operatori finanziari (tanto che sono state definite le pipeline – o condutture – tra il mutuatario e l'investitore finale), come è stato visto, alla fine si sono rivelate gli stessi canali di propagazione della crisi.

<sup>3</sup> L'azzardo morale è tipicamente prodotto anche da altri strumenti di trasferimento del rischio come i Credit Default Swap, grazie ai quali gli operatori assumevano essi stessi rischi elevatissimi, che non avrebbero altrimenti assunto, proprio perché sapevano di essere comunque protetti. In realtà i CDS, da assicurazione a favore del creditore contro il rischio di insolvenza (del suo debitore), si sono poi trasformati in uno strumento per scommettere in generale sull'insolvenza degli operatori e il mercato dei CDS è diventato un vero e proprio gioco d'azzardo. I CDS sono stati presto utilizzati, anche da chi non aveva alcun credito da proteggere, per scommettere sull'insolvenza di un debitore qualsiasi (con cui non c'era un rapporto di credito) al fine di ottenere l' "indennizzo" da parte dell'assicurazione. Come se, nel campo assicurativo, un soggetto stipulasse una polizza assicurativa sul furto di un'auto non di sua proprietà (di proprietà di un altro soggetto) al solo fine di ottenere, al verificarsi del furto, il pagamento dall'assicurazione, nonostante evidentemente l'assicurato non ne subisca alcun danno.

## V. La cartolarizzazione in Italia

La cartolarizzazione in Italia viene autorizzata con la Legge 30 aprile 1999 n.130 intitolata “*Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*”. Attratte dalla possibilità di alimentare le loro attività di finanziamento, molte banche si sono servite della cartolarizzazione dei mutui in questo decennio.

Ma il ricorso alla cartolarizzazione si è diffuso soprattutto nel settore sanitario. In una situazione in cui le Regioni non hanno le risorse e le Aziende Sanitarie Locali (ASL) sono coperte di debiti, si è pensato infatti che la *finanza innovativa* potesse offrire una soluzione semplice e veloce ai problemi di liquidità e di indebitamento.

Il debito complessivo del Servizio Sanitario Nazionale nei confronti dei loro fornitori secondo la Corte dei Conti ha ampiamente superato i 30 miliardi di euro. Succede spesso che i fornitori vengano ripagati dalle ASL anche dopo 600 giorni dall'emissione della fattura. Con conseguenze che si ripercuotono ovviamente anche sul pubblico, sotto forma degli alti interessi di mora richiesti dagli stessi fornitori alle ASL.

Ma attraverso la cartolarizzazione, le ASL hanno trovato la soluzione per rimborsare nel breve periodo i fornitori, scaricando su qualcun altro e sul futuro il problema del debito. In pratica i crediti dei fornitori vengono ceduti dalle ASL stesse a società veicolo appositamente costituite. Queste poi emettono obbligazioni sul mercato e con la liquidità ottenuta ripagano i fornitori. Come negli Stati Uniti, anche in questi casi le società veicolo fanno da tramite, tra il creditore che ha bisogno di coprire le uscite per continuare a lavorare (i fornitori delle ASL) e l'investitore

che acquista le obbligazioni in quanto considerate un investimento sicuro. Soprattutto, per facilitarne il collocamento sui mercati internazionali e a tassi di interesse inferiori, le obbligazioni ottengono la garanzia delle stesse Regioni, considerata molto più solida della garanzia che possono offrire le ASL da sole.

Sono diverse le Regioni che sono ricorse a questi strumenti: il Lazio, la Campania, l'Abruzzo e il Piemonte, che hanno cartolarizzato i crediti dei fornitori verso le ASL, nel tentativo di estinguere il debito accumulato all'interno del settore sanitario.

La prima Regione in Italia a effettuare un'operazione di cartolarizzazione nel settore sanitario è stata la Sicilia<sup>4</sup>, nel 2003, attraverso la società veicolo Crediti Sanitari Regione Sicilia Società. Ma diversamente dalle cartolarizzazioni sui crediti dei fornitori (che coprono i debiti con i fornitori spostando l'indebitamento sui mercati finanziari) in questo caso i titoli emessi, per un ammontare di ben 655 milioni di euro, erano strutturati sui crediti vantati dalle stesse ASL nei confronti della Regione. Paradossalmente servivano quindi a coprire i debiti del pubblico (Regione) nei confronti del pubblico (ASL).

Ovviamente con le cartolarizzazioni l'ammontare dei debiti non diminuisce, al contrario. La soluzione offerta dalle cartolarizzazioni appare quindi fittizia: se gli amministratori pubblici riescono nel breve periodo a sistemare i conti delle Regioni, il debito costituito dalle obbligazioni, verrà rimborsato con i

<sup>4</sup> Art.29 L.R. 6/2001 - Cartolarizzazione dei crediti per contributi ex art.9 L.R.27/91



dovuti interessi nel lungo periodo, in decenni, e si scaricherà quindi sulle giunte e sugli amministratori successivi. In pratica saranno le future generazioni ad accollarsi il peso dei ritardi e delle incapacità attuali, mentre nel breve periodo sono i risparmiatori a tappare i buchi, sottoscrivendo questo tipo di obbligazioni. Magari inconsapevolmente, potendo semplicemente ritrovarsi nel proprio fondo di investimento o fondo pensione. Così sono ancora una volta i cittadini risparmiatori alla fine a farsi carico del rischio di un tracollo del sistema sanitario nazionale o di qualche Regione.

Anche se si ritiene che la crisi abbia colpito l'Italia molto meno rispetto ad altri Stati, proprio per l'assenza di un uso eccessivo degli strumenti finanziari coinvolti nella crisi finanziaria globale, in realtà non è infondato il sospetto che questi strumenti siano stati invece ampiamente utilizzati anche da noi, soprattutto nel settore pubblico. Molti risparmiatori e investitori, inoltre, tra cui potenzialmente anche degli Enti Locali, potrebbero scoprire nei prossimi anni di avere investito in prodotti finanziari frutto delle cartolarizzazioni realizzate negli USA, e subire così delle perdite

Bisognerà attendere i prossimi anni, quando probabilmente anche nel nostro Paese, emergeranno le interconnessioni tra Enti Locali e finanza, e si renderanno palesi gli effetti di lungo periodo della crisi e della finanziarizzazione dell'economia.

## G20 e regolamentazione della finanza

Dopo lo scoppio della crisi finanziaria il G20 si è riunito per la prima volta a livello di capi di Stato e di governo nel novembre del 2008 a Washington. In due anni sono stati ben cinque i vertici tra le 20 maggiori economie del pianeta. Il G20 si è autointitolato principale coordinatore di queste economie, con l'obiettivo di mettere in piedi delle regole concordate su scala internazionale per la finanza e i mercati.

I primi due vertici hanno probabilmente contribuito a gestire l'emergenza della crisi e a evitare un completo collasso della finanza mondiale. Passata l'emergenza però, il G20 si è di fatto impantanato. Con uno slogan, il G20 ha funzionato finché doveva salvare le banche, non quando si è trattato di tutelare gli esseri umani, il lavoro, l'economia. Le regole riguardanti la finanza continuano a essere legate all'idea di Stato-Nazione, mentre i mercati finanziari sono sempre più globalizzati. E' mancato fino a oggi proprio quel coordinamento che doveva essere la caratteristica saliente del "modello G20".

L'agenda di questi vertici è molto ampia, e spazia dai paradisi fiscali alla riforma della governance globale fino a misure specifiche riguardanti le banche o i mercati finanziari. Tra queste, alcune proposte riguardanti il sistema bancario ombra sono da tempo nell'agenda dei lavori, anche se fino a oggi molto poco è stato fatto nel concreto. La questione delle cartolarizzazioni in sé e la rimessa in discussione del modello qui descritto non sembrano invece farne parte. Questo rappresenta una grave mancanza che rischia di rendere pesantemente inefficace qualsiasi riforma del sistema finanziario internazionale, al di là dei molti altri problemi che caratterizzano il G20.

## Conclusioni

Se l'obiettivo centrale delle cartolarizzazioni dovrebbe essere quello di garantire una migliore gestione e quindi una riduzione del rischio, di fatto l'esperienza degli ultimi anni dimostra che si è andati nella direzione opposta. Il rischio si è moltiplicato, è stato reso meno riconoscibile, è stato sopportato, spesso a loro insaputa, dai piccoli risparmiatori. Le cartolarizzazioni possono esistere senza un sistema bancario ombra che opera al di fuori delle regole e dei controlli? E' possibile limitare il rischio sistemico o questo viene al contrario esasperato? Tali problemi rappresentano una distorsione di un meccanismo altrimenti valido o sono strutturali? La portata e l'ampiezza della crisi sembra fare decisamente propendere per la seconda ipotesi.

Le cartolarizzazioni portano dei vantaggi principalmente per il sistema bancario e finanziario, ma sono soggette a enormi rischi e possibilità di degenerazione. Se si vuole salvaguardare il meccanismo come minimo è necessario aumentare drasticamente la trasparenza, limitare il numero di soggetti che possono acquistare obbligazioni quali MBS e CDO, ed evitare l'azzardo morale. Mantenendo in piedi le cartolarizzazioni come canale di trasmissione dal sistema ufficiale a quello ombra, è in ogni caso difficile ipotizzare delle proposte che possano evitare il ripetersi di quanto è successo negli ultimi anni.

Le banche hanno un ruolo fondamentale nel sistema economico, assicurando due funzioni: forniscono un sistema di pagamenti e di servizi ai propri clienti e erogano prestiti, valutando e gestendo il rischio e il merito di credito. Con lo sviluppo del modello modello OTD e con la cartolarizzazione dei prestiti le

banche trasferiscono il rischio sugli acquirenti delle obbligazioni MBS e ABS e possono quindi essere portate a ignorare, o per lo meno a sottovalutare il merito di credito. Viene meno uno dei due ruoli principali del sistema bancario: quello di valutazione del rischio di credito della clientela.

Per questi motivi, nell'ambito delle auspicate riforme del sistema finanziario internazionale è necessario interrogarsi a fondo sul sistema delle cartolarizzazioni e comprendere se e quanto queste siano stati uno dei principali strumenti che ha portato alla creazione di una massa insostenibile di debiti, di un sistema bancario ombra non sottoposto ad alcuna vigilanza e di un vero e proprio casinò finanziario globale. Una riflessione urgente e necessaria per riportare la finanza al suo ruolo originario: non un fine in sé stesso per realizzare soldi dai soldi nel più breve tempo possibile, ma un mezzo al servizio dell'economia e del bene comune.



## Bibliografia

- Aalbers, M.B., The financialization of home and the mortgage market crisis, *Competition and Change*, Vol. 12 No.2, 2008: pp. 148-66. Disponibile su [home.medewerker.uva.nl](http://home.medewerker.uva.nl)
- Ashcraft, A.B., Schuermann, T., Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No 318, marzo 2008.
- Barucci, E., Messori, M., et alia, *Oltre lo shock, Quale stabilità per i mercati finanziari*, Egea, Milano, marzo 2009.
- Bruni F., *Contro la crisi: cultura e regole*, in Shiller R., *Finanza Shock, Come uscire dalla crisi dei mutui subprime*, Egea, Milano, settembre 2008.
- Delli Gatti, D., et alia, *La crisi dei mutui subprime*, in “Osservatorio Monetario” No. 1/2008, Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e di Borsa (ASSBB), febbraio 2008, disponibile su [www.assbb.it](http://www.assbb.it) [Ultima consultazione: 06/09]
- *Il Sole 24 Ore*, AA.VV., *La Grande Crisi, Approfondimenti*, *Il Sole 24 Ore*, ottobre 2008.
- Longo, M., *Le dieci tappe del crack delle authority americane*, ne *Il Sole 24 Ore*, 28 settembre 2008, disponibile su [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)
- Lusardi, A., *La crisi dei mutui subprime: una panoramica*, Dartmouth College Usa, New Hampshire, 30 May 2009, disponibile su [www.dartmouth.edu](http://www.dartmouth.edu)
- Shiller R., *Finanza Shock, Come uscire dalla crisi dei mutui subprime*, Egea, Milano, settembre 2008.
- *Dopo la crisi. Proposte per un’economia sostenibile* a cura di Andrew Watt, Andreas Botsch e Roberta Carlini, Edizioni dell’asino
- Nouriel Roubini – *Crisis Economics, a Crash Course in the Future of Finance*
- Joseph Stiglitz – *Reforming the International Monetary and Financial Systems in the Wake of the Global Crisis*

## Siti

- [www.fannimae.com](http://www.fannimae.com) Federal National Mortgage Association
- [www.fhfa.gov](http://www.fhfa.gov) Federal Housing Finance Agency
- [www.house.gov](http://www.house.gov) U.S. House of Representatives
- [www.tuttalafinanza.it/security.htm](http://www.tuttalafinanza.it/security.htm)
- [www.sec.gov](http://www.sec.gov) U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)
- [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it) - Borsa Italiana
- [www.g20.org](http://www.g20.org)



La **Fondazione Culturale Responsabilità Etica Onlus** ([www.fcce.it](http://www.fcce.it)) è stata fondata da Banca Etica per promuovere nuove forme di economia sostenibile, per diffondere i principi della finanza eticamente orientata, per analizzare il funzionamento della finanza e proporre soluzioni nella direzione di una maggiore sostenibilità. Per realizzare questi obiettivi, la Fondazione lavora in rete e partecipa alle iniziative e alle campagne delle organizzazioni della società civile in Italia e a livello internazionale.

Nell'ambito delle proprie attività, la Fondazione ha deciso di proporre queste schede "capire la finanza". Le schede provano a spiegare in maniera semplice i principali meccanismi e le istituzioni del panorama finanziario internazionale, dalle istituzioni internazionali ai paradisi fiscali, dai nuovi strumenti finanziari alle banche e alle assicurazioni. Con queste schede ci auguriamo di dare un contributo per comprendere le recenti vicende in ambito finanziario e per stimolare la riflessione nella ricerca di percorsi alternativi.

Le schede sono realizzate in collaborazione con il mensile Valori e con la CRBM.



**Valori** ([www.valori.it](http://www.valori.it)) è un mensile specializzato nei temi dell'economia sociale, della finanza etica e della sostenibilità. E' tra le testate più autorevoli in Italia a trattare questioni complesse e "difficili" relative al mondo dell'economia e della finanza in maniera approfondita ma al tempo stesso comprensibile: denunciandone le ingiustizie, evidenziandone le implicazioni sui comportamenti individuali e sulla vita della società civile a livello sia locale che globale, e promuovendo le esperienze, le progettualità e i percorsi dell'economia sociale e sostenibile.



La **CRBM** ([www.crbm.org](http://www.crbm.org)) lavora da oltre 10 anni per una democratizzazione ed una profonda riforma ambientale e sociale delle istituzioni finanziarie internazionali, con un'attenzione particolare agli impatti ambientali, sociali, di sviluppo e sui diritti umani degli investimenti pubblici e privati dal Nord verso il Sud del mondo, in solidarietà con le comunità locali che li vivono in prima persona ed all'interno di numerose reti della società civile internazionale.

La Fondazione Culturale, CRBM e Valori sono anche tra i promotori dell'Osservatorio sulla Finanza, uno strumento di informazione critica sulla finanza e l'economia: [www.osservatoriofinanza.it](http://www.osservatoriofinanza.it)

**Per contatti e per maggiori informazioni:** [info@fcce.it](mailto:info@fcce.it)