

# AMMINISTRAZIONE IN CAMMINO

([HTTP://WWW.AMMINISTRAZIONEINCAMMINO.LUISS.IT](http://www.amministrazioneincammino.luiss.it))

## un laboratorio formativo e sperimentale

---

Rivista elettronica di diritto pubblico, di diritto dell'economia e di scienza dell'amministrazione a cura del  
Centro di ricerca sulle amministrazioni pubbliche "Vittorio Bachelet"  
Direttore Professor Giuseppe di Gaspare

Cerca Amministrazione in Cammino

QUADERNI DELLA RIVISTA (<http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/category/quaderni-rivista/>)  
NOVITA' EDITORIALI (<http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/category/novita-editoriali/>)  
REPRINT (<http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/category/reprint/>)  
AMBIENTE (<http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/category/ambiente/>)  
AMMINISTRAZIONE ED EUROPA (<http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/category/amministrazione-ed-europa/>)  
AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE (<http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/category/amministrazioni-pubbliche/>)  
APPALTI PUBBLICI (<http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/category/appalti-pubblici/>)  
DIRITTO DI INTERNET – OSSERVATORIO (<http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/category/diritto-di-internet/>)  
FEDERALISMO ED AUTONOMIE (<http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/category/federalismo-ed-autonomie/>)  
GIURISPRUDENZA COSTITUZIONALE (<http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/category/giurisprudenza-costituzionale/>)  
LAVORO PUBBLICO (<http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/category/lavoro-pubblico/>)  
PARLAMENTO (<http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/category/parlamento/>)  
DIRITTO SANITARIO (<http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/category/diritto-sanitario/>)  
POLITICHE SOCIALI (<http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/category/politiche-sociali/>)  
SEMPLIFICAZIONE ED INNOVAZIONE (<http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/category/semplificazione->

ed-innovazione/)

SERVIZI PUBBLICI (<http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/category/servizi-pubblici/>)

SCUOLA DELL'AUTONOMIA (<http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/category/scuola-dellautonomia/>)

AMMINISTRAZIONE CONDIVISA (<http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/category/amministrazione-condivisa/>)

DIRITTO DELL'ECONOMIA (<http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/category/diritto-delleconomia/>)

DIRITTO DELL'ENERGIA (<http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/category/diritto-dellenergia/>)

RESOCONTI E CONVEGNI (<http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/category/convegni-e-resoconti/>)

DIRITTO DELL'ECONOMIA (<http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/category/diritto-delleconomia/>) » note e commenti (<http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/category/diritto-delleconomia/note-e-commenti-diritto-delleconomia/>) »

## La fabbrica dei derivati

04.08.2016

SOMMARIO: 1. Originate to hold, degenerate to distribute – 2. La nascita del mercato dei derivati da mutui immobiliari – 3. Il funzionamento della fabbrica dei derivati – 4. Il marketing dei derivati – 5. La formazione del prezzo – 6. La valorizzazione “di mercato” dei derivati – 7. La certificazione dei bilanci ad opera dei revisori contabili – 8. ... e le certificazioni del merito di credito ad opera delle agenzie di rating – 9. Mercato all'ingrosso e al dettaglio.

di Giuseppe Di Gaspare



Scarica documento ([http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/app/uploads/2016/09/Di-Gaspare\\_Fabbrica-Derivati\\_Scritti-Onore-U.-Villani.pdf](http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/app/uploads/2016/09/Di-Gaspare_Fabbrica-Derivati_Scritti-Onore-U.-Villani.pdf))

## ISCRIVITI ALLA NEWSLETTER

Email

**INVIA**

• Privacy (<http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/privacy-3/>) • Copyright (<http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/copyright>)

## Amministrazione in Cammino

Rivista registrata presso il Tribunale di Roma in data 29/12/2005, n. 542/2005. Codice ISSN 2038-3711  
Copyright 2015 Luiss Guido Carli Viale Pola 12, 00198 Roma italy

## LEGGI LA NEWSLETTER

**LEGGI ([HTTP://WWW.AMMINISTRAZIONEINCAMMINO.LUISS.IT/LEGGI-LA-NEWSLETTER/](http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/leggi-la-newsletter/))**

## **La fabbrica dei derivati\*** di Giuseppe Di Gaspare

SOMMARIO: 1. Originate to hold, degenerate to distribute - 2. La nascita del mercato dei derivati da mutui immobiliari - 3. Il funzionamento della fabbrica dei derivati - 4. Il marketing dei derivati - 5. La formazione del prezzo - 6. La valorizzazione "di mercato" dei derivati - 7. La certificazione dei bilanci ad opera dei revisori contabili - 8. ... e le certificazioni del merito di credito ad opera delle agenzie di rating - 9. Mercato all'ingrosso e al dettaglio.

### **1. Originate to hold, degenerate to distribute**

Inaugurata nel 1932 per favorire la ripresa dell'industria delle costruzioni la politica di agevolazione all'acquisto della casa era stata uno degli assi portanti del *New Deal*.

**Con Reagan**, l'intervento si sposta dall'economia reale a sostegno della concessione dei mutui. È l'inizio della finanziarizzazione del settore immobiliare (*Garn St. Germain Depository Institutions Act* del 1982).

La modifica scardina la responsabilità delle casse di risparmio (*Saving and Loan*) nella concessione dei mutui ipotecari. Nella sostanza, si consente alle S&L di concedere prestiti garantiti dallo Stato.

La legge del 1982 è stata considerata, a buona ragione, la madre delle future bolle immobiliari. Da quel momento, infatti, le S&L sono state incentivate a concedere mutui a clienti privi di adeguate garanzie, con la disinvoltura di chi sa che essi sono comunque garantiti e che anche i depositi dei clienti sono assicurati dallo Stato. Il passaggio è cruciale. K. Phillips fa risalire alla deresponsabilizzazione dei *manager* delle S&L "l'inaugurazione di un quarto di secolo di orgia di mutui immobiliari ad alto rischio di insolvenza". Difficile dargli torto.

**Alla fine degli anni '80, le S&L sono alla bancarotta per i crediti concessi con disinvoltura in sofferenza che non riescono a recuperare.** 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 mld di dollari a carico dal governo con il quale 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, guadagnandoci, è geniale e al contempo semplice, inoltre è apparentemente priva di controindicazioni, perlomeno per le banche.

Semplice, verrebbe da dire, come mai non ci si è pensato prima?

L'ingegnosa soluzione apre al mutamento genetico del sistema bancario.

---

\* Questo scritto è destinato alla raccolta degli scritti in onore del prof. Ugo Villani.

In poco tempo, il sistema bancario si rimodella: piuttosto che tenere i mutui nei bilanci delle banche per decenni (*generate and hold*), per evitare di appesantire il bilancio ed il rischio di fallimento in caso di insolvenza dei mutui stessi, conviene vendere a terzi acquirenti (*generate and distribute*) il debito e rischio ad esso correlato. Per vendere debito e rischio si è 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 e sono distribuiti come prodotti derivati nel mercato finanziario OTC

Lo spostamento, fuori della banca, del rischio di insolvenza, **allenta i vincoli comportamentali 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 ma nessuno, per il momento se ne preoccupa

Cambia, dunque, la mentalità.

**L'attenzione delle banche si sposta dalla valutazione del rischio**, di cui ci si sbarazza, grazie ai derivati, **all'acquisizione di flussi di liquidità, tramite i prestiti.** 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 remore e timori dei vincoli dell'economia reale. Almeno così sembra per un certo tempo.

## **2. La nascita del mercato dei derivati da mutui immobiliari**

Dopo tale trovata, il mondo dei mutui ipotecari si trasforma.

Anche quel minimo di prudenza richiesto alle banche nei casi di concessione di mutui ancora 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, ora, le banche se ne possono sbarazzare definitivamente.

La finanza privata ne è entusiasta e la cartolarizzazione dei crediti nascenti da rapporti di debito ben presto viene accreditata come la più efficiente modalità di gestione del credito e di copertura del relativo rischio.

Grazie all'intervento delle *GSE - Government Sponsored Enterprises - Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) - e Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation)* - che provvedono alla ricopertura dei finanziamenti nel settore dei mutui negli anni '90 la concessione di mutui per le abitazioni esplose.

Il cambiamento a "*degenerate to distribute*" è avvenuto senza troppi clamori nel corso degli anni '90, in un arco di tempo estremamente breve perché possa essere effettivamente percepito da risparmiatori. Il sistema bancario cambia, come per effetto della pozione magica della crescita di Alice che giganteggia ma apparentemente rimane uguale. La crescita del mercato dei mutui negli

anni 90 non sembra turbare all'epoca l'olimpica indifferenza delle autorità di vigilanza dei mercati monetari e finanziari anche quando la fuoriuscita di gran parte delle attività di investimento dal sistema regolato coincide con la diffusione del mercato dei derivati.

Il duplice cambiamento segna l'avvento della produzione di massa dei derivati ed al contempo l'affermazione dell'*investment banking*. Tale **metamorfosi** viene paragonata alla rivoluzione *industriale*. Nel paragone c'è un fondamento **ed in effetti di passa dal metodo di produzione artigianale al metodo industriale**.

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 dell'"*originate to distribute*".

La trasformazione delle operazioni di investimento in contratti standardizzati ha segnato dunque l'avvento della finanza di massa e fatto lievitare la vendita dei prodotti standardizzati, così come a suo tempo la rivoluzione industriale ha generato la produzione di massa delle merci.

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. I tempi per l'apertura di un credito o la sottoscrizione di un mutuo nel sistema *to hold* 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. La mentalità cambia.

La durata del debito non è più un problema per la banca prestatrice. 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, può sempre rivalersi fino al pagamento dell'ultima rata sull'immobile ipotecato.

Si spiega anche così il motivo per cui i mutui vengano concessi sulla base della semplice sottoscrizione di moduli prestampati.

I tempi sono di fatto azzerati.

Se poi il prestito e l'attribuzione del tipo di rischio standardizzato, effettuata in base a risposte non attendibili (*liar*) è errata, poco importa. La casa è ipotecata e verrà acquisita coattivamente dalla banca mutuataria e fatta oggetto di vendita giudiziaria.

Insomma, le banche ne escono sempre bene.

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

Di fronte a queste 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 come, a suo tempo, la produzione artigianale è stata soppiantata da quella industriale.

In questo senso, il nuovo sistema "*distribute*", rispetto al precedente "*hold*", può effettivamente essere paragonato alla Rivoluzione Industriale. Il metodo standardizzato dal settore dei mutui immobiliari si estende alle carte di credito.

Fatte queste premesse è il caso di esaminarne il funzionamento più da vicino.

### 3. Il funzionamento della fabbrica dei derivati

La fabbrica dei derivati simula nel mondo virtuale gli automatismi della catena di montaggio industriale impacchettando diverse tipologie di prodotti.

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

Le banche di investimento, naturalmente, ne sono avidi e sono in continuo *pressing* sugli emittenti per ottenere nuove *tranche* di mutui ipotecari da impacchettare – sia MBS che ABS (KP, 2010, 35). Le banche emittenti sono anche loro ben felici di cederli. In questo modo, recuperano la liquidità investita e possono imbastire nuovi contratti di mutuo o alimentare nuovi prestiti.

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 *tranche* 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. Queste obbligazioni derivate, a loro volta suddivise in ulteriori *tranche* e ricomposte variamente con altre *tranche* di obbligazioni provenienti da altri ABS o MBS, formano prodotti collaterali ulteriormente ibridati. Si ottengono così i CDO cosiddetti al quadrato.

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

A sostegno della metamorfosi del sistema bancario si impone una neolingua che assimilata e promossa dai media con i suoi neologismi semplificanti e le implicite rimozioni. Cambia la percezione della realtà.

Scompare dal lessico finanziario ogni accenno ai titoli spazzatura (*junk bond*), fatti oggetto di una fulminante *damnatio memoriae*. Ignorati dalla cronaca ed immediatamente rimossi dalla storia. Il fallito tentativo del 1986-1989 di allargare l'offerta nel mercato azionario somiglia troppo a quello che si sta cercando di mettere in campo con i nuovi derivati. La rimozione pertanto evita rischiose comparazioni ed il pericolo di illuminanti analogie.

Anche il termine "valore mobiliare" appare desueto: non va più bene per indicare la sofisticata realtà che si va elaborando. Bisogna marcare le distanze dalle azioni e dalle obbligazioni. Il termine "valore" sparisce ma anche il termine "strumento" dura poco. 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**. Il nuovo lessico "produttivistico" che richiama, e quindi surrettiziamente introduce per analogia, la dimensione fattuale nella realtà virtuale, che nel frattempo sta prendendo corpo.

L'ossimoro "industria finanziaria" evoca ed afferma, al contempo negandola nella sua originaria percezione, una diversa materialità, dando sostanza a qualcosa che precedentemente sarebbe apparso intrinsecamente contraddittorio, essendo la finanza un gioco a somma zero che ridistribuisce, ma non "produce" ricchezza reale.

L'ossimoro finanziario si appropria della materialità della fabbrica e dell'officina industriale, traslitterandone l'immagine fattuale nella rappresentazione simbolica e manipolata della confezione immateriale delle cartolarizzazioni.

L'industria finanziaria, dunque, si tira dietro, sottendendoli e al contempo fuorviandone il significato, i connessi concetti di attività e di realtà economico-produttiva. La composizione del prodotto, l'ibridazione sintetica dei titoli, appare un artificio dell'ingegneria finanziaria una

manipolazione intellettuale della realtà empirica che implica, di per sé, il valore aggiunto dell'innovazione.

#### 4. Il marketing dei derivati

I nuovi derivati sono, inoltre, producibili in serie e componibili secondo le richieste del mercato. Nelle sue catene di montaggio, l'industria finanziaria avvia le nuove "linee" dei prodotti finanziari CDO progettati da "ingegneri finanziari". L'applicazione della matematica finanziaria per la strutturazione di questi prodotti consente, infatti, con il ricorso a sofisticati algoritmi, la scomposizione, assemblaggio e ricomposizione degli elementi costitutivi di sottostanti originari *asset* tradizionali (diritti di credito, obbligazioni, prestiti, ratei di mutuo, crediti da carte di credito, ecc.) su vasta scala, secondo le logiche standardizzate della produzione industriale.

Alla fine, le diverse *tranche* di CDO vengono sezionate in singoli prodotti ibridati per gradi di complessità, con vari rendimenti incorporati sono poi avviati alla vendita.

Fin qui l'analogia simbolica con la produzione industriale tiene, ma la differenza è stridente.

I nuovi prodotti non hanno alcun rapporto con un qualche valore d'uso nell'economia reale.

Siamo in un altro mondo.

I titoli non sono rappresentativi di investimenti produttivi di beni o servizi. anzi non sono rappresentativi di alcunché, né hanno ricadute del mondo reale. Essi non incorporano alcun valore aggiunto che si realizzerà nel futuro per effetto dell'investimento. Nel loro orizzonte temporale, non ci sono ricadute su beni (infrastrutture, invenzioni, brevetti, strumenti, beni e servizi) destinati ad entrare negli scambi dell'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 (*money*) dunque ma solo astratta potenzialità di monetizzazione: *moneyness*.

Un nuovo feticismo, in cui i valori monetari sono separati da qualsiasi riferimento a entità dell'economia reale.

Negli scaffali telematici delle catene di distribuzione del meta-mercato sono in mostra, ora, sfavillanti e inconsistenti, promesse di una redditività che deriva dalla sintesi attualizzata del valore monetario atteso nel futuro dalle loro evanescenti componenti reddituali.

Chi li compra vede il luccichio della redditività promessa e ne rimane abbagliato.

È la percezione diffusa del loro valore, alimentata dal *reality* dell'industria finanziaria che conferisce valore agli occhi. Non è, però, così. Non c'è valore reale e non c'è possibilità alcuna di uso e neppure di reale consumo.

Come per rimediare a questa inconsistenza, l'acquirente del prodotto finanziario venga qualificato, addirittura legalmente, quale suo "consumatore".

Benché sia così definito, e apparentemente tutelato come tale il consumatore non consuma alcunché. Così mascherato, a dispetto della forviante semantica, anzi è il consumatore a correre il rischio di avere il proprio investimento fagocitato dal prodotto che acquista. Il fuorviante neologismo "consumatore dei prodotti finanziari" accorcia, inoltre, l'orizzonte prospettico dell'investimento. Come per ogni prodotto, per stare sicuri nell'uso, bisogna solo leggere l'etichetta.

In linea con la mistica della tutela. Ci si ferma alla superficie del prodotto, circoscrivendone l'esame alla correttezza dell'etichettatura.

## 5. La formazione del prezzo

Uno sguardo più approssimato al meccanismo di creazione del valore dei derivati e dei CDO in particolare aiuta a comprendere meglio le logiche autoreferenziali e le dinamiche essenzialmente endogene al mercato finanziario del processo costitutivo dei derivati.

La prezzatura si svolge in parallelo e specularmente all'assemblaggio nella catena di produzione industriale e termina con la determinazione del valore iniziale, il cosiddetto valore nozionale, con il quale il derivato sarà avviato agli scambi.

Il processo costitutivo che genera il cosiddetto, detto nozionale, del derivato è opera dall'ingegneria finanziaria. Il calcolo o da cui esso deriva proietta sul valore del derivato e sul suo processo costitutivo una automatica presunzione di attendibilità.

I modelli simulati di *cash flow*, elaborati dai *software*, scadenzano nel futuro i flussi derivanti dai diversi rivoli di MBS e ABS destinati a generare nel tempo il rendimento del CDO.

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 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 di riflesso l'esito finale del processo di valutazione e dunque il valore del CDO. Il meccanismo risente positivamente della calibratura pro-ciclica con cui sono tarati gli indicatori economici ed i dati statistici ufficiali.

In questo modo gli indicatori microeconomici attinenti alla composizione dei flussi di credito e quelli macro vengono sono fatti interagire nella matrice del prodotto derivato definendo un piano e in sé esaustivo di rappresentazione di una realtà eminentemente simbolica da cui si genera il valore del derivato.

All'interno della rappresentazione semplificata della realtà prospettica, l'ingegneria finanziaria massimizza il rendimento dei prestiti a livelli di rischio accettabili con la tecnica della media mediana che di per sé esclude gli estremi e quindi necessariamente i rischi sistemici.

Non è facile per i profani comprendere – e pochi tra gli addetti ai lavori sono in grado di decifrarlo esattamente – cosa avvenga dentro “la scatola di montaggio e trasformazione” del *software*, ove le stringhe informatiche sono continuamente al lavoro. Apparentemente, si inseriscono gli ingredienti *input* e la matrice del *software* elabora le varie probabilità, producendo il dato finale del “valore nozionale” del derivato.

Come lo stesso nome lascia chiaramente intendere, 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.

Il merito principale del valore nozionale, dal punto di vista dei mercati, è stato quello di schermare il contenuto simbolico del valore del derivato dalla necessità dell'analisi economica dei costi e di rendimenti reali delle sue specifiche componenti di *cash flow*. Il valore nozionale costituisce così la premessa per abolire, aggirandolo, il tradizionale metodo di valutazione degli attivi sottesi ai titoli trattati nel mercato finanziario basato sul costo storico degli *asset*.

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.

L'esistenza del valore nozionale implica, dunque, la convinzione dell'esistenza sottesa di un valore in sé e per sé del derivato. In altri termini – ed in modo approssimato – si può dire che ne rappresenti il valore strutturale. In questo senso è propedeutico e funzionale al prezzo che sarà fissato nello scambio costituisce il prezzo di riferimento per l'avvio delle contrattazioni.

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 nozionale a questo punto recede ma, solo dopo avere coperto, con l'impenetrabile rito algoritmico, il peccato originale della genetica inconsistenza dei derivati. Questo mascheramento è fondamentale. Se non ci fosse il valore nozionale, verrebbe meno l'credibilità del prezzo di riferimento di base per la commercializzazione. Bisognerebbe, caso per caso, andare a vedere la composizione strutturale del CDO perdendosi nel sofisticato intreccio dei sottostanti *asset*. Così, invece, dopo il lavacro iniziale ricevuto con il nozionale, il derivato transita alla negoziazione, nella quale per effetto della compravendita il prezzo apparentemente risulta dall'incontro della domanda con l'offerta.

A prima vista sembrerebbe il normale funzionamento del mercato, il libero scambio. Tutto induce a crederlo a partire dal furore ideologico liberista che regge la rappresentazione dei mercati finanziari. Niente di più fuorviante in realtà.

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*. *Dual capacity* una situazione di conflitto di interessi intrinseco - eufemisticamente detto arbitraggio – precedentemente vietata da *Glass Steagall Act* che ammetteva proprio per evitare i conflitti di interesse per ogni operatore di mercato solo la *single capacity*.

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 si dice nel gergo, per certi versi tanto sfrontato quanto ingenuo dei mercati finanziari, come *market maker*.

Vediamo come si realizza la manipolazione dei prezzi.

La contrattazione dei derivati nel mercato ombra – il lessico è sempre abbastanza significativo - avviene inizialmente in blocchi, cioè per quantitativi ed importi consistenti, cui partecipano in genere solo *dealer/broker*. I blocchi vengono scambiati in diverse piattaforme di contrattazione – chiamate in ragione della loro modalità di costituzione della tipologia dei partecipanti con varie sigle: ATS, MTF e SSO. Le contrattazioni sono riservate e diretta tra i maggiori operatori.

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

La caratteristica fondamentale di questo mercato all'ingrosso è che in esso non circola moneta (*money*) 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.

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.

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.

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 con i rivenditori, operatori di più ridotte dimensioni che in genere sono l'interfaccia della vendita per gli investitori finali (risparmiatori/consumatori).

Il mercato all'ingrosso per blocchi è normalmente ignorato. Non se ne parla. È lì che avvengono le manipolazioni. La spinta collusiva in un mercato così congegnato appare agli occhi di un profano potenzialmente ben radicata.

C'è una differenza tra quotazioni apparenti e prezzi effettivi degli scambi per blocchi: essi, possiamo dire normalmente non coincidono. La contrattazione per blocchi fa sì che le maggiori partite vengano scambiate con modalità opache e con rapporti estremamente fiduciosi tra i partecipanti a quel mercato. Un mercato colluso (*margin call*).

Molto spesso le parti contraenti si scambiano le posizioni di acquirente e venditore su base plurilaterale.

La negoziazione per blocchi mette, però il prezzo su una base apparentemente oggettiva. La quotazione che ne risulta nei listini interni delle piattaforme di scambio in questo modo, conferma ed è a sua volta indotta e confermata dal valore nozionale.

Tutto il meccanismo resta nell'ambito di auto valorizzazione interno.

Con il *mark to market*, il "valore" dei derivati si distacca formalmente dal suo processo costitutivo, divenendo un *fair value* cioè un prezzo equo di riferimento per gli scambi nel mercato al dettaglio.

In questo modo, il difetto originale dell'unilateralità del valore nozionale, per quanto sotteso e mascherato nel sistema degli algoritmi, è definitivamente rimosso.

Ma anche nella formazione del prezzo di mercato all'ingrosso c'è il trucco.

## 6. La valorizzazione "di mercato" dei derivati

Il prezzo che si forma nello scambio sarebbe comunque variabile e apparentemente rimesso agli ondeggiamenti del mercato. Se si vuole inserirlo in un processo di creazione di valore, al dettaglio bisogna renderlo relativamente stabile.

A questo fine, è stato messo a punto un ulteriore processo di valorizzazione consistente nel consolidamento contabile della quotazione del derivato nel bilancio dei *dealer/broker*.

Con il consolidamento contabile il valore viene acquisito a bilancio ed in questo modo entrando nell'attivo patrimoniale, quel valore è posto alla base della garanzia per l'indebitamento. Il valore equo (*fair value*) risultante dalla contrattazione di mercato (*mark to market*) dunque fa crescere la possibilità dell'intermediario di ricorrere al debito (la cosiddetta leva del debito) aumenta la liquidità disponibile il *cash flow*, e consente il pagamento delle commissioni dei *trader*, i corrispettivi ai *manager* e gli utili sociali agli azionisti dell'*investment banking*.

Per il ruolo strategico che riveste nel funzionamento del mercato dei derivati, in genere ingiustamente misconosciuto, è il caso di indugiare sulla contabilizzazione a bilancio dei prezzi fissati con il *mark to market*.

Nel sistema di scambio del mercato-ombra, vige, infatti, una regola peculiare di bilancio. **Il fissaggio del prezzo**, in effetti, non si limita a stabilire i termini monetari dello scambio tra le partite di titoli, ma **svolge l'ulteriore funzione di "prezzatura" della classe degli stessi titoli**. Per i titoli quotati in OTC, vige cioè la regola che il prezzo risultante dalle contrattazioni di un determinato titolo tra i *market maker* **si trasferisce ai titoli della stessa classe in portafoglio agli intermediari**.

È una regola, a pensarci bene che contrasta radicalmente con il meccanismo di formazione del prezzo sulla base dell'incontro della domanda e dell'offerta ma sembra che nessuno ci abbia prestato attenzione.

Nel mercato, normalmente, se aumenta la quantità offerta in vendita, il prezzo cui l'offerta incontra la domanda per quantità equivalenti è in genere tendenzialmente decrescente.

Nel mercato finanziario, siamo fuori dalla logica dell'utilità marginale?

In questo caso, sembra proprio che non viga la regola delle libere contrattazioni per cui, se aumenta l'offerta, il prezzo scende.

Insomma, il prezzo che risulta in circoscritte fittizie contrattazioni si trasforma in un aumento del valore degli stessi titoli in portafoglio. In questo modo è possibile fissare dei prezzi simbolici, "quotazioni" con reciproci scambi, di cortesia verrebbe da dire, tra i *market maker* in modo che utili, profitti e retribuzioni crescano nelle mura protette del giardino contabile domestico.

La contabilizzazione del prezzo ed il suo fissaggio sulla base della prezzatura rilevata nelle piattaforme di negoziazione chiude, pertanto, il sistema autoreferenziale di valorizzazione dei derivati tra i *market maker*.

La contabilizzazione ha un effetto quasi miracoloso sui bilanci. Amplificando l'effetto di valorizzazione dei derivati, essa consente di inscrivere all'attivo, nel conto patrimoniale, gli incrementi del valore degli *stock* di *asset* posseduti, per effetto della loro rideterminazione di valore (prezzatura) sulla base dall'andamento di negoziazioni controllate e, dunque, manipolabili dagli stessi *market maker*.

L'effetto di lievitazione dei valori patrimoniali si trasferisce, sulle azioni delle società di intermediazione – spesso società quotate – come le banche di investimento, i cui azionisti e i manager, con le *stock options* lucrano così anche sulla vendita delle azioni nei mercati regolamentati. In sintesi, il sistema di pompaggio del prezzo dei derivati e la sua stabilizzazione negli attivi patrimoniali fa crescere la leva del debito, fa lievitare conseguentemente il valore delle azioni, gli utili societari e gli specifici premi e compensi agli amministratori e ai *trader* e al contempo assicura prezzi alti di riferimento per il mercato al dettaglio.

## **7. La certificazione dei bilanci ad opera dei revisori contabili**

È limitativo però considerare la contabilizzazione a bilancio dei prezzi di mercato finalizzata esclusivamente alla rapida presa di benefici da parte dei singoli operatori. Essa è, a sua volta, un ulteriore tassello del processo di valorizzazione e al contempo della stabilizzazione delle transazioni del mercato-ombra.

Un po' più nel dettaglio.

Il sistema di valorizzazione degli attivi rimesso alla trascrizione della prezzatura di mercato con il metodo *mark to market* fa sì chi registra il valore così come chi certifica la revisione contabile sia posto al riparo dal rischio di accusa di falsificazioni e manipolazioni.

Il valore dei titoli iscritti regolarmente a bilancio fornisce, poi la base di dati formalmente attendibile per esprimere giudizi positivi non solo in sede revisione (*audit*) ma anche per le valutazioni di profilo del rischio dei titoli e delle attività degli intermediari finanziari da parte delle agenzie di *rating*.

La certificazione dei bilanci ad opera della revisione contabile costituisce, dunque, un tassello essenziale del processo di creazione di valore dei derivati.

La certificazione si colloca dopo la definizione del valore nozionale, della prezzatura e della trascrizione del *fair value* in bilancio, ma mediamente prima della attribuzione del *rating* al derivato stesso. La collocazione è importante ma ancora più importante è il metodo con cui essa avviene che pone l'attività di *audit* al riparo da accuse di manipolazione.

Nella riformulazione metodologica della revisione contabile, è probabile che abbia costituito oggetto di attenta riflessione, tra gli addetti ai lavori, la vicenda della *Arthur Andersen*. La scomparsa, dall'oggi al domani, della più importante agenzia di revisione contabile del mondo, per aver falsamente certificato i bilanci del gruppo *Enron*.

Insomma, sembra che la lezione della letale vicenda della *Arthur Andersen* abbia probabilmente accelerato la ridefinizione delle regole contabili dello IAS 39.

Ed in effetti, il nuovo sistema di prezzatura, di contabilizzazione e di certificazione dei derivati non espone le società di revisione a responsabilità dirette per falsificazione dei dati.

Per evitare di cadere nella "trappola del certificatore" della *Arthur Andersen*, è stato indispensabile espungere la tradizionale metodica realistica, basata sul "valore storico" del patrimonio, definito grosso modo in base al suo costo storico.

Il *mark to market* (IAS 39, Basilea 2) risolve il problema, in quanto in bilancio si registra il prezzo apparentemente formatosi nel mercato. La trascrizione in bilancio della prezzatura rilevata fornisce in modo formale al valore degli attivi con un riferimento esterno, che esonera il revisore da qualsiasi accertamento sul valore intrinseco del patrimonio. Insomma, in questo modo si aggira l'enigma irrisolvibile di cosa ci sia dentro il derivato che emergeva invece con il precedente metodo del valore storico del cespite iscritto a bilancio e si solleva il revisore del compito del suo effettivo impossibile accertamento.

Si può passare senza rischi alla fase finale della vendita al dettaglio.

L'adattamento delle regole contabili - apparentemente modesta rifinitura di tecnicità nel computo dei valori a bilancio - si rileva così un ingranaggio essenziale del meccanismo endogeno di valorizzazione dei derivati in OTC ed è indispensabile misura per deresponsabilizzare gli operatori. La quadratura del cerchio.

A fronte di valori esposti coerentemente con il metodo del *mark to market*, le agenzie di revisione sono esonerate da ogni altra indagine sull'effettivo valore in attivo nella posta in bilancio. Per i derivati, la soluzione è particolarmente interessante. Il metodo esime da accertamenti analitici sul valore dei cespiti iscritti a bilancio e, in caso di dubbio, non si deve scavare nei diversi *asset*, verificarne il costo dichiarato di acquisto ed eventualmente risalire alla genesi del valore nozionale, magari imbattendosi in qualche derivato nudo.

Il *mark to market* fa cambiare prospettiva e, dopo il valore nozionale che ha mondato il derivato da qualsiasi peccato originario, introduce il derivato alla vendita al dettaglio allo scambio cioè del titolo cartolarizzato con "soldi veri".

In termini giuridici, la trascrizione correttamente effettuata è assistita da una presunzione di attendibilità che vale anche nei confronti delle agenzie di *audit*, le quali si devono limitare, nei loro accertamenti, a verificare se il valore degli strumenti derivati sia stato esattamente trascritto in applicazione del Regolamento IAS 39.

Il nuovo sistema va bene a tutti, in particolare alle banche, per le quali, dunque, le società di *audit* hanno finito di mettere il naso negli affari altrui, facendo le pulci ai bilanci. Nonostante la complessità delle verifiche procedurali e formali, di fatto non c'è nessun riscontro di merito sulla situazione patrimoniale. Le imprese certificate espongono, comunque, una valutazione positiva sul bilancio senza effettivi controlli di merito sull'attivo e sul passivo.

Il sistema come si è visto è perfetto anche per le agenzie di *audit*. Ne riduce un po' il ruolo ma le allontana da rischi catastrofici. In più possono fare da consulenti agli intermediari che certificano per gli opportuni adattamenti contabili in vista della certificazione. Quale consulente migliore della stessa società che certifica il bilancio! Vien proprio da dire.

## **8. ... e le certificazioni del merito di credito ad opera delle agenzie di *rating***

Ma il processo di valorizzazione autoreferenziale del mercato dei derivati o non è ancora terminato. Non si può fare tutto da soli con le regole contabili che stabilizzano il prezzo e fanno lievitare i bilanci. 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*.

Sul *rating* e sulle agenzie di *rating* si è invece scritto molto ma in modo isolato dal complessivo processo di valorizzazione dei derivati dei quali costituisce un altro tassello che si comprende bene solo se inserito sistemicamente. Altrimenti si corre il rischio di mettere il *rating* isolatamente sul banco degli imputati rimanendo alla superficie dei fenomeni speculativi e distorcendo conseguentemente la comprensione effettiva del funzionamento del sistema.

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.

Essendo abilitate dalla SEC la valutazione dei prodotti derivati da parte loro implica, perciò, la presunzione di ufficialità che ne rafforza l'affidabilità e, quindi, il valore di mercato. Siamo perciò di fronte non solo ad un oligopolio, ma ad un oligopolio legale.

Le tre agenzie godono, conseguentemente di un'alta reputazione nel mercato.

Tale reputazione è generata nello e dallo stesso sistema finanziario che è oggetto dell'attività di valutazione e che la richiede. In questo modo, ricorsivamente, si costituisce il prestigioso curriculum delle suddette agenzie, che per numero, qualità ed importanza dei *rating* effettuati si pongono naturalmente e globalmente su di un irraggiungibile esclusivo piedistallo di eccellenza.

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.

Su quest'ultimo non c'è pericolo di sbagliarsi. Le agenzie utilizzano gli stessi parametri ed algoritmi che gli emittenti hanno utilizzato per la definizione del valore nozionale. Anzi, per la verità, 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 *rating*.

Ne consegue una tendenziale convergenza tra valore nozionale e rating che deriva dall'utilizzazione degli stessi algoritmi. Il cerchio si chiude.

Ma anche la reputazione di solidità e di solvibilità della *corporation* bancaria che emette il derivato e lo vende in genere fa salire il *rating*.

Qui si vede l'effetto riflessivo, interno al mercato, della reputazione tra i diversi attori, come un rimando di legittimazione reciproca.

Le banche di investimento hanno, di fatto, il monopolio della emissione dei derivati e godono, a loro volta, per capitalizzazione, bilanci lievitati e certificati dal *mark to market* nonché giro di affari nei derivati, godono di una reputazione di mercato della quale le agenzie tengono conto. Di modo che 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. Nel gioco degli specchi, dunque, 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*.

Il processo di valorizzazione si è chiuso andando di pari passo con il processo di mascheramento del rischio. Quest'ultimo è la sua speculare del primo, ma lo specchio, come per i vampiri di Polanski, non riflette il nulla.

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 o rating equivalenti sono il massimo di sicurezza che il mercato può offrire. Solo i prodotti con il massimo 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 possiede poi i crismi dell'ufficialità, essendo rilasciata dalle agenzie di *rating* autorizzate dalla SEC, la quale anch'essa a sua volta, fa affidamento sui *rating* delle agenzie ufficialmente autorizzate e quindi non controlla perciò né le emissioni di titoli né gli emittenti.

Nessuno ci fa caso.

In sostanza si può affermare che la morale della favola è che gli amministratori di banche commerciali e dei fondi tenuti ad effettuare investimenti a basso rischio, se investono in titoli sui quali una delle suddette agenzie ha emesso il *rating* massimo, non possono essere citati per danni derivanti dall'eventuale *default* di uno di quei titoli.

Neppure le agenzie di *rating* possono essere, però, 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, lasciandone la valutazione puntuale al margine all'acquirente, sul quale, in definitiva, è fatta ricadere decisione e responsabilità di investimento.

Nessun organismo ufficiale di vigilanza sembrava prestare particolare attenzione alle collusioni anticoncorrenziali e alle "pressioni" cui erano soggette le agenzie di *rating* ed i loro analisti per concedere il salvacondotto della tripla A.

Anche la modifica delle regole sulla gestione del rischio di investimento - il *risk management* - da parte delle banche ha fatto la sua parte nel lancio del mercato dei derivati.

L'effetto pervasivo e ricorsivo di "prezzatura, contabilizzazione e *rating*" in effetti, non avrebbe potuto gonfiare il volume delle transazioni ai livelli di crescita verificatisi in particolare negli anni 2000, se non avesse potuto fare affidamento sulla riformulazione dell'attività di gestione di portafoglio delle banche, stabilita sempre nell'ambito di Basilea 2.

Con la riformulazione di Basilea2, le operazioni finanziarie sui derivati, nel sistema autoreferenziale di valutazione appena descritto, 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 di preferenza verso gli investimenti nel mercato finanziario dei derivati

Con Basilea2 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.

Insomma, il *rating* con il suo un crisma di ufficialità, ingenera un alto grado di affidabilità anche per la decisione di investimento da parte del management delle banche. Per Basilea le operazioni assistite da ottimi *rating* (tripla A), venivano equiparate ad investimenti facilmente liquidabili. Dunque, verrebbe da aggiungere, investimenti consigliati agli amministratori anche delle banche commerciali. Siamo arrivati alla fine del processo di valorizzazione di occultamento del rischio e di deresponsabilizzazione.

L'investimento finanziario in derivati ha finito così per essere la logica conseguenza di una serie di valutazioni sistematicamente connesse, ma in effetti giuridicamente autonome.

La decisione appare così l'inevitabile precipitato di una procedura seriale e non può essere imputata a nessuno dei singoli partecipanti valutatori che, operando in istituzioni diverse, hanno concorso alla sua formazione. Ogni approssimazione successiva rimanda ad una valutazione che la suffraga o ne costituisce il presupposto e la conferma in modo da arrivare, per effetto cumulativo, alla decisione finale di investimento.

Il sistema autoreferenziale di valorizzazione pro-ciclico chiudendosi così propaga, con effetti riflessivi, la propensione all'investimento nel mercato al dettaglio.

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

Le premesse della crisi sono poste con un mercato che si decuplica dal 2000 al 2007, la crescita della bolla non fa che presagire – ma pochi lo vedono – il suo scoppio.

## **9. Mercato all'ingrosso e al dettaglio**

Questo gioco di aggiustamento è possibile perché 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.

La liquidità si presenta, invece, ed è fornita dal mercato al dettaglio e proviene dall'esecuzione degli ordini dei risparmiatori investitori. Questi sono ordini "coperti", perché i rivenditori li accettano solo se accompagnati da liquidità *cash*.

Dal dettaglio, o dai rivenditori che li intermediano, la liquidità risale nel sistema in mano ai *dealer/broker*.

Il mercato *retail* è frammentato e caratterizzato da una estrema opacità sui prezzi.

Il punto centrale è che 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.

Nelle sedi di negoziazione riservate ai *market maker*, secondo scadenze e modalità predeterminate anche se flessibili, i partecipanti ai diversi sistemi di scambio procedono alle compensazioni plurilaterali dei titoli scambiati: la cosiddetta attività di *clearing e settlement*.

Il flusso di liquidità in questi mercati all'ingrosso è, perciò, ridottissimo, concernendo, al più, le differenze dei saldi. Si tratta di una liquidità mobilissima, che può entrare e riuscire immediatamente da un fondo ad un altro con istantanei *click* telematici, pareggiandosi subito nelle poste in bilancio tra i diversi operatori.

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. Se il mercato tira, questa liquidità rimane in genere in circolo in quanto il capitale è normalmente reinvestito in altri titoli.

La stabilità degli afflussi di capitale riposa, in ultima analisi, sulla convinzione dell'affidabilità dell'investimento, e l'affidabilità è suffragata pienamente dal gioco degli specchi del *reality* della valorizzazione, valutazione e contabilizzazione, in un processo ricorsivo di rifrazione speculare apparentemente senza fine.

Di fatto è così finché non c'è interruzione nell'alimentazione dei flussi.

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 liquidità 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.

La catena – definita dai suoi intermediari/beneficiari, di creazione del valore – svela così la sua natura fittizia.

Uscito fuori dal *Campo dei miracoli*, ove con la consulenza del Gatto e della Volpe ha seminato i suoi zecchini d'oro, il povero Pinocchio si accorge – troppo tardi ahimè – di essere stato raggirato.