



IL CONTRABBANDO DEL RISCHIO

ALBERTO LUPOI*

I contratti derivati portano con sé non soltanto il ben noto rischio di credito, ma un rischio che circola per così dire “clandestinamente”, legato all’intero ordinamento giuridico degli Stati Uniti. Se però il rischio di credito può essere in maniera più o meno precisa misurato, il “rischio-ordinamento giuridico” resta incalcolabile

Il fenomeno della circolazione dei rischi dei contratti derivati è aspetto noto, forse meno nota è una forma di circolazione del rischio che vorrei indicare come il “contrabbando” del rischio, cioè una tecnica clandestina di circolazione. Nel caso dei prodotti derivati con sottostanti subprime loan non è circolato solo il rischio legato ai loan (il rischio di credito), bensì il rischio legato all’intero ordinamento giuridico degli Stati Uniti, luogo d’origine dei loan. Si tratta di un sistema giuridico che, nonostante la presenza di una legislazione federale, è frammentato nella autonomia dei singoli Stati, a tratti incoerente, assolutamente peculiare rispetto a tutti gli ordinamenti dell’Europa continentale, con una particolare integrazione fra mercato e diritto, particolare amministrazione della giustizia, dove alcune tecniche legate ai loan non solo sono impensabili in Europa, ma anche illegittime. Tutto questo ha viaggiato in incognito, meglio non visto,

* Università di Padova - al@lupoilex.it



all'interno dei prodotti derivati con sottostante subprime loan, questo "rischio-ordinamento giuridico" è stato assunto insieme al rischio manifesto legato ai derivati con sottostante i loan. In altri termini, non è stato solo cartolarizzato un credito ma un intero ordinamento giuridico. Mentre il rischio di credito rientra in modelli più o meno precisi di misurazione del rischio, il secondo (il rischio-ordinamento giuridico) sfugge alla misurazione restando un rischio non misurabile, dunque incalcolabile.

I prodotti derivati quali gli Abs, Cdo, Rmbs, etc. hanno come sottostante molti tipi di loan e non solo loan garantiti da un immobile. Il sistema creditizio degli USA, soprattutto il credito al consumatore, non gira intorno alle depository institution, bensì alle non depository institutions, dunque a soggetti erogatori del credito che non raccolgono anche risparmio. Così sono stati cartolarizzati, oltre i crediti derivanti dalle carte di credito e di debito, i crediti derivanti dal sistema degli Alternative Financial Service Providers, quali i check cashing outlet, pawnshop, automobile title loan, payday loan, tax deferral anticipation loan. Un dato mostra lo sviluppo delle non depository institutions: esse erano 7.000 nel 1987 e 53.000 nel 2007 (US Department of Housing and Urban Development, Report to Congress on the foreclosure crisis, 2010). A fronte di questi crediti prodotti da sistemi alternativi del credito, vi sono i loan garantiti da immobili. Lasciando sullo sfondo l'aspetto tecnico della definizione di garanzia immobiliare (mortgage), vi sono tipologie di loan che, in relazione alla struttura finanziaria ed alla pratica bancaria, sono molto lontani dalla prassi europea.

Così i Ninja loan: No-income, No-job, No-asset; gli Alt-A loan, nei quali occorre scarsa documentazione per accedere al credito e molte informazioni si basano su autocertificazione del richiedente e, soprattutto, l'universo degli Hybrid adjustable-rate mortgage o ARM. L'essenza degli ARM è l'ammortamento negativo, dunque rate di loan i cui importi non coprono neanche gli interessi. La dinamica è chiaramente perversa, perché con il passare del tempo il debito aumenta, invece di diminuire. In altri termini è l'opposto di ciò che giustifica un pagamento rateale, perché in realtà



sembrerebbe essere un credito a rate, visto che rata dopo rata la somma erogata aumenta a causa della mancata copertura dell'interesse. È ovvio che un ARM prima o poi deve cambiare regime, altrimenti è una corsa senza fine. Il momento in cui la rata salirà potrebbe però essere fatale per il debitore e qui soccorre la velocità con la quale un loan può essere flipped, cioè rifinanziato. Noi siamo abituati a vedere il rifinanziamento o la surroga come un evento abbastanza eccezionale, ma il mercato e le tecniche giuridiche americane hanno creato anche troppa velocità, sino a consentire un flipping compulsivo del loan, che in prima battuta ha arricchito i brokers. Il livello di rifinanziamento è tale che un loan può essere flipped prima che sia stata pagata la prima rata. Se ora unissimo la tecnica del rifinanziamento con un ARM ad ammortamento negativo, e un solerte broker, riusciremmo a non far scattare mai la rata in modo che questa copra gli interessi e il capitale, perchè prima che ciò accada avremo rinegoziato con altro ARM, che partirà da rate in ammortamento negativo. Questa tecnica consente un parziale distacco fra capacità finanziaria del debitore e credito (solo a volte legato al patrimonio, dunque all'immobile); senza contare che poi quel credito sarà verosimilmente cartolarizzato. Ecco, allora, manifestarsi un sostanziale disinteresse per la bontà del debitore. Il sistema del "flipping compulsivo" dei loan è un sistema per consumare il consumatore che, alla fine, pagherà commissioni ai broker per continuare a rimanere in ammortamento negativo (e quindi pagare un importo delle rate poco o nulla correlato alla reale entità del debito). Un altro aspetto degli ARM è l'opzione che le parti possono esercitare durante il loan, anche più volte, per trasformare qualsiasi aspetto finanziario dello loan e quindi modificare gli importi delle rate. Può essere utile riportare il portafoglio della New Century Financial Corporation, composto da 4.500 loan impacchettati in una sola emissione nel 2006, del valore nominale medio di 210.000 dollari. Metà dei loan era legato all'acquisto della casa, metà al rifinanziamenti di altriloan. L'80% erano ARM loan con "affordability features", che leggo come ammortamenti negativi o tecniche



per consentire il c.d. pick-a-pay, cioè la scelta di una rata particolarmente “comoda”.

Il fenomeno tutto USA del Predatory Lending è proprio nel comportamento aggressivo sino ad essere illegale, dei broker, i quali per guadagnare commissioni piazzano loan a più consumatori possibili, e fra questi ai più poveri ed agli emarginati dove le commissioni sono più alte. Così accade che la legislazione cerca di rispondere rafforzando il Fair Lending Regulations e Equal Credit Opportunity per non discriminare fra consumatori a seconda dello status familiare, di aspetti razziali, etc. Ma l’aspetto paradossale è che occorre difendere gli emarginati dall’assalto dei broker e non, come sarebbe normale, consentire anche agli emarginati di accedere al credito. Un caso noto negli USA, accaduto nel 1997, riguarda un anziano di colore, solo, emarginato e, sembra, parzialmente cieco, alla porta del quale bussa un broker intenzionato a vendergli un loan. L’anziano in effetti avrebbe bisogno di circa 5.000 dollari, il solerte broker gli vende un loan da 50.000 dollari (non si può mai sapere) garantito dall’abitazione. Prima del pagamento della prima rata, dovuta dopo tre mesi, il loan viene rinegoziato e così per tredici volte in quattro anni. Ogni rinegoziazione produce una commissione per il broker pari al 10%, in questo senso il consumatore viene consumato. Vi sono diverse interessanti testimonianze riportate nel The Financial Crisis Inquiry Report (ad opera della National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, 2011), una delle associazioni dei consumatori ascoltate in Commissione ha così descritto il cliente tipo oggetto di comportamento predatorio: “prevalent among these clients are seniors, people of color, people with disabilities, and limited English speakers and seniors who are African American and Latino”.

L’ordinamento federale ha certamente risposto ad un tale comportamento predatorio con l’Home Ownership and Equity Protection Act che però viene poi attuato in modo diverso nei singoli Stati. La stessa definizione di quali tipi di loan dovessero rientrare in una disciplina particolar-



mente protettiva, la “fattispecie” diremo noi, non è uniforme fra i vari Stati. Sul punto è interessante, perchè coglie anche la stretta interazione fra diritto (politica legislativa) e mercato, il caso del New Jersey che nel 2002 introdusse il proprio Home Ownership Security Act, il quale però, a detta di Standard&Poors, creava verso i broker ed i soggetti eroganti “unknown and possibly unlimited amount of damages” e, di conseguenza, i loan non sarebbero più stati oggetto di rating. Dunque, l’impossibilità di fatto di cartolarizzare tutti i loan coperti da quella specifica legislazione. Analoga reazione si è prodotta ad analoga legislazione dello stato della Georgia, per cui gli Georgia’s mortgage pools non avrebbero avuto più rating. Entrambi gli Stati hanno dovuto rivedere le proprie posizioni.

Sullo sfondo è rimasto un aspetto, ma quale è il senso di prestare denaro a chi non può restituirlo. Certamente la cartolarizzazione consente di passare questo rischio a terzi, ma il problema resta anche se cammina di mano in mano. La risposta è nel mortgage e nel mercato delle aste non giudiziarie, cioè non judicial foreclosure (procedura presente in 29 Stati). L’assimilazione del mortgage alla ipoteca è fuorviante. Tecnicamente il creditore del loan riceve un interest sull’immobile (mentre il possesso rimane al debitore) ed una power of sale per vendere l’immobile, tramite asta non giudiziaria ed al verificarsi del default (tralascio la tecnica, per altro molto diffusa, dell’impiego del trust a garanzia). Il loan, poi, può essere nella forma del loan agreement, oppure della Promissory Note (promessa unilaterale incorporata in una note), che si trasferisce per girata piuttosto che per assignment. Quindi in prima battuta, la rinegoziazione del mutuo e la cessione del credito sono agevolate da una tecnica giuridica che consente il trasferimento del credito anche nella forma della girata e la cessione della garanzia nella altrettanto rapida cessione dell’interest fra creditori. Se poi occorresse escutere la garanzia il California Civile Code (perchè le procedure cambiano da Stato a Stato e sì la California ha un Codice Civile!) insieme al California Code of Civile Procedure, prevedono una procedura di vendita in asta dell’immobile che dura tre mesi, gestita



dal creditore e dalla casa di aste, seguendo le poche regole procedurali previste nelle fonti che ho sopra indicate. In California il 98% delle vendite immobiliari derivanti da loan in default sono aste non giudiziarie. Mi sembra che in Italia il tempo medio per una procedura esecutiva di vendita immobiliare sia di sette anni.

Tralascio altri aspetti interessanti, come la rilevanza del FICO score, cioè del punteggio su base nazionale che qualifica il merito creditizio del debitore. Si tratta di uno score che raccoglie moltissimi dati e un algoritmo soppesa le varie vicende del debitore (per es. quante application sono state effettuate per la ricerca di un loan, la gestione delle carte di debito, etc.). L'importanza dello score è anche nella relazione con i tassi di interessi del loan; così per es. un mortgage loan a 30 anni di 150.000 dollari può costare la differenza di 459 dollari al mese a seconda che il proprio score sia di 550 o di 720. Generalmente, una persona è considerata nella categoria subprime se il suo score è inferiore a 660.

Un'ultima riflessione potrebbe riguardare la liquidità del mercato immobiliare degli USA; in particolare, del mercato degli immobili venduti attraverso procedure di foreclosure. Si tratta di un sotto mercato rispetto al mercato immobiliare, nel senso che gli immobili sono offerti a prezzi diversi rispetto al normale mercato immobiliare (prezzi più bassi), gli acquirenti sono solo soggetti specializzati nel partecipare a questo tipo di aste, la formazione del prezzo avviene tramite il meccanismo di asta. In questo sotto mercato la domanda è quella di immobili derivanti da default, è dunque il default ad alimentare l'offerta. Questo mercato (negli anni dei subprime) era molto liquido e il default a livello economico veniva assorbito alla velocità con la quale l'immobile era venduto. L'efficienza di questo mercato riesce a limitare gli effetti dannosi del default, se questo da un lato è un effetto positivo, dall'altro ha alimentato il Predatory Lending e la cartolarizzazione dei crediti. Un mercato meno efficiente, in questo senso meno liquido, avrebbe comportato una maggiore attenzione nella fase di lending, proprio per la difficoltà di recuperare il credito erogato.



L'estrema liquidità del mercato delle aste immobiliari (del mercato immobiliare in genere e dei prodotti derivati legati ai subprime) doveva imporre un grado di responsabilità, che è mancato, nel gestire una tale liquidità. Può sembrare per certi versi assurdo, ma un mercato meno liquido impone a chi eroga il credito di agire in modo responsabile, non tanto per la integrità del mercato, ma per tutelare la propria attività d'impresa legata alla erogazione del credito. La mancanza di liquidità per sé resta un aspetto della inefficienza del mercato e può condurre, ad esempio, a richiedere garanzie eccessive rispetto a quelle che si chiederebbero in presenza di un mercato maggiormente liquido, con l'effetto di rallentare l'erogazione del credito. Non saprei valutare quale dei due aspetti sia più o meno dannoso e in definitiva, efficiente per il mercato del credito. Alla base, però, deve essere il comportamento responsabile di chi eroga il credito, altrimenti si corre il rischio di trasformare un elemento di efficienza del mercato in inefficienza.