

ARTICOLI

Circolazione e contrabbando del rischio nei subprime loan

Alberto Lupoi

Professore Associato di Diritto dell'Economia
Università di Padova

1. Omologazione finanziaria e contrabbando del rischio

La circolazione del rischio rappresentato nei contratti derivati con sottostante *subprime loan* è un fenomeno sia giuridicamente che finanziariamente noto. Meno noto è ciò che vorrei indicare come il "contrabbando del rischio", che certamente è un tipo di circolazione, ma in incognito. Cioè, un rischio che circola, ma che non si vede e il fatto che non si veda non significa però che non esista. L'idea di base è che nel caso dei *subprime loan* non sia stato solo cartolarizzato una enorme quantità di crediti, bensì un intero ordinamento giuridico. Il sistema creditizio degli Stati Uniti, luogo d'origine dei *loan* (solo alcuni di questi, in realtà, della categoria *subprime mortgage*) è complesso, frammentato nell'autonomia legislativa dei singoli Stati (nonostante la presenza di una legislazione federale), a volte incoerente, con una integrazione fra mercato e diritto sconosciuta in Europa, quanto meno nell'Europa continentale. Il rischio legato all'ordinamento giuridico degli Stati Uniti è più complesso e per certi aspetti imponderabile, rispetto al rischio dei crediti. Un tale rischio ha però viaggiato insieme ai prodotti derivati, così arrivando in tutti quei mercati del mondo dove tali prodotti sono approdati. Pochi erano consci di assumersi un rischio ben più grande di quello rappresentato nel rating di tali prodotti (per altro poco affidabile, come si è poi dimostrato). La difficoltà di identificare un tale rischio è dovuta ad altro aspetto, tipico della finanza, quello che posso chiamare la *omologazione finanziaria*.

Cioè, quel fenomeno che tende ad appiattare le differenze giuridiche e culturali, attraverso la loro uniforme *rappresentazione* nel rischio finanziario, che caratterizza i prodotti finanziari derivati. Una analitica conoscenza del rischio sottostante può (teoricamente) lasciare indifferenti, a condizione che esso sia correttamente rappresentato nel prodotto finanziario. Ciò presuppone che il rischio sia valutabile e il sistema del rating è solo uno dei sistemi per calcolare e valutare il rischio, ma il mercato si affida al rating, piuttosto che ad altri sistemi o modelli, soprattutto al crescere della complessità del prodotto che deve essere valutato. "This stuff [la cartolarizzazione di non *agency mortgages*] is so complicated how is anybody going to know? How are the buyers going to buy?". Ranieri said, "One of the solutions was, it had to have a rating. And that put the rating services in the business."⁰¹ La complessità può riguardare due aspetti: il sottostante e la stessa struttura finanziaria del prodotto. E' il caso di alcuni prodotti emessi nel 2006, anno nel quale si è probabilmente raggiunta la massima complessità nei prodotti che cartolarizzavano i *subprime loans* con la suddivisione dei flussi finanziari sottostanti

⁰¹ NATIONAL COMMISSION ON THE CAUSES OF THE FINANCIAL AND ECONOMIC CRISIS IN THE UNITED STATES, *The Financial Crisis Inquiry Report*, 2011, p. 68, testimonianza di Lewis Ranieri, ex vice presidente di *Salomon Brothers*.

la cartolarizzazione anche in 19 tipologie diverse di *tranches* (dunque regole circa la priorità nei pagamenti).

Rispetto ad un ordinario prodotto di consumo i prodotti derivati non hanno uno specifico luogo d'origine territoriale, che li leghi ad uno specifico ordinamento giuridico, sono apolidi.⁰² La loro identità di struttura finanziaria e contrattuale rende tali prodotti uguali in tutto il mondo; tale identità e l'assenza di caratteri giuridici specifici di un dato ordinamento, consente loro di viaggiare nei Sistemi Multilaterali (come oggi sono chiamati i mercati finanziari) senza incontrare barriere. Un CDO è tale in tutti i mercati, non vi sono CDO "italiani", nel senso di essere caratterizzati da una natura giuridica diversa perché legata al nostro ordinamento, rispetto ad altri legati ad altri ordinamenti. Questa identità del sovrastante (risultato di identità di funzioni finanziarie e uniformità di modelli contrattuali, ove presenti nella dinamica *over the counter*), per altri versi facilitata dall'uso del gergo finanziario (altro elemento omologante della finanza), è legittimo fino a quando è riferito ai prodotti derivati, ma è arbitrario quando *omologa* alcune tipologie di sottostante. Perché mentre, come detto, un CDO è tale in ogni mercato, il sottostante può essere giuridicamente assai diverso, per es. un *loan* non è un mutuo come inteso nella maggior parte degli ordinamenti giuridici europei, *residential mortgage loan* non è un mutuo ipotecario, *bank*, non significa banca, *subprime* non significa solo cattivo merito creditizio, *foreclosure* non è omologabile a processo di esecuzione. Questo lavoro intende tratteggiare alcuni aspetti dei *subprime loans*, che mostreranno come il sistema giuridico degli Stati Uniti è un mondo molto distante da quello italiano e, per certi versi, da quello del resto della Unione Europea; frammentato ed eterogeneo anche al suo interno, data l'autonomia e la concorrenza dei singoli Stati. Il sottostante di quei prodotti finanziari venduti al mondo *rappresentava* un rischio incalcolabile, colpevolmente lasciato in ombra da chi ha creduto o ha voluto credere nella *omologazione finanziaria*.

2. FICO Score

Prima di analizzare le tipologie di *loan*, di accennare ad alcuni aspetti relativi ai meccanismi di recupero del credito e di escussione delle garanzie, al fenomeno del "*flipping*", cioè del compulsivo rifinanziamento di un *loan* e del *Preadtory Lending*, occorre una premessa sul sistema del *credit score*. Soprattutto negli ultimi quindici anni il *credit score* è divenuto un componente centrale per standardizzare il "valore di

⁰² Sia consentito rinviare al mio lavoro, *I fenomeni finanziari apolidi e le regole giuridiche*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 22, 2012.

credito" (*creditworthiness*) di una persona che intenda accedere al sistema creditizio (come vedremo ampiamente inteso). Negli Stati Uniti vi sono tre principali *Credit Reporting Agencies* (Equifax, Experian e Trans Union) le quali raccolgono dati comunicati da chi eroga credito.⁰³ Per dare un ordine di grandezza circa il livello ed i sistemi raggiunti dalle suddette *Agencies*, Equifax è attiva in 20 paesi del mondo, produce *credit score* per 600 milioni di soggetti e genera 150 miliardi di informazioni al mese destinate ad aggiornare i *credit score*.⁰⁴ Queste tre agenzie producono rating rappresentabili nella medesima scala di valore denominata *FICO Score* (FICO è una società privata fondata nel 1956), dove la misura minima è 300 e quella massima è 850 (più alto il punteggio minore il rischio di credito). Il *FICO score* cambia ogni qual volta vi sono nuove informazioni elaborate nei *credit reports*, e dato l'alto numero di informazioni che vengono elaborate, il cambiamento può anche essere di diverse volte in un anno, se non addirittura mensile.

Fra le molte informazioni assunte per calcolare il *FICO score* le principali sono le seguenti. La storia dei pagamenti, soprattutto la puntualità dei pagamenti, anche se un pagamento in ritardo della carta di credito, oppure dei *retail accounts* (forme di credito prestato dai negozi usualmente frequentati) non corrisponde automaticamente ad un abbassamento dello *score*, in quanto il valore è soppesato dal sistema con riferimento a tutte le altre informazioni disponibili. Informazioni che riguardano condanne, procedure esecutive o *foreclosure*, azioni civili o penali, pesano molto sullo *score*; per es. notizie di *bankruptcies* rimangono registrate per dieci anni. Inoltre viene registrato l'ammontare complessivo del credito (di qualsiasi natura) già erogato o linee di credito disponibili; questo dato è centrale per comprendere l'equilibrio del profilo di credito e della *credit responsibility*, cioè della capacità di gestire il credito. In questo senso è più importante che nel profilo vi siano delle linee di credito utilizzate saggiamente, piuttosto che conti senza affidamento; è poi premiata la scelta di pagare un debito della carta di credito, piuttosto che accedere a carte *revolving* per finanziarsi, l'apertura di nuove linee di credito che non verranno utilizzate tende ad abbassare lo *score*. Il *credit shopping* sono il flusso di informazioni che vengono raccolte quando una persona si informa (attraverso una *application*) per ottenere credito, anche attraverso carte di vario tipo, e un'eccessiva attività informativa non è sempre benefica per lo *score*.

⁰³ Soggetti sommariamente divisi in *depository* e *non-depository firm*); infatti, la maggior parte del credito è erogato da soggetti che non raccolgono a vista (*non-depository*). Per es. *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, le quali hanno originato ed acquistato enormi quantità di *mortgage loan* sono soggetti *non-depository*, così come la *Countrywide Financial Corporation* (che da sola ha rappresentato il 12% del mercato dei *mortgage loan* nel 2006).

⁰⁴ <http://www.equifax.com/about-equifax/company-profile>

Prima di richiedere un *loan* è prassi controllare il proprio *FICO Score* e, se del caso, trovare consulenti che possano aiutare a migliorarlo in vista della richiesta (infatti, un diniego del *loan* andrà a peggiorare lo *score*). Per questa ragione esistono società che provvedono ai *Credit Repair Services*, un mercato a volte ingannevole per il consumatore che può essere attratto da soluzioni non sempre poi efficaci per migliorare il proprio *score*. L'importanza dello *score*, della sua uniformità e diffusione, 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 500 o più dollari all'anno 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.

3. Loans (NINJA, Alt-A, ARM, Option ARM, Piggyback, Pick-a-Pay, Automobile Title Loan)

La catena di montaggio della fabbrica della finanza derivata parte da un *loan* (solitamente) garantito da una abitazione, ma possono anche essere altri generi di crediti, *auto loans* o *credit card debt obligations*, per giungere infine alla creazione di prodotti derivati quali i *Cdo*, *Cmo*, *Rmbs*, *Abs*. E' quindi in prima battuta riduttivo ritenere che un *subprime loan* sia sempre legato ad un *mortgage loan* (dunque da un credito garantito da un'immobile). Inoltre, a metà degli anni 2000 si sono sviluppati in modo imperioso i *non agency loan*, dunque, *loan* non garantiti da *Government-Sponsored Enterprise*. Si tratta di crediti originati per essere ceduti e non mantenuti nel portafoglio dell'erogante: il caso più famoso riguarda la *Countrywide Financial Corporation*, che fra il 2002 e il 2006 originò 1,5 trilioni di dollari di *loan* di cui l'87% furono cartolarizzati.⁰⁵ Esistono molti tipi di *loan* garantiti da immobile; per es. il solo dispiegamento dell'acronimo "NINJA *loan*" farebbe impallidire qualsiasi banchiere (come noi lo intendiamo): "No-Income-No-Job-No-Asset", oppure *Alt-A loan* dove diversa documentazione inerente il reddito del debitore manca o si basa su "autocertificazione".⁰⁶ Può sembrare curioso per chi è abituato alla prassi bancaria italiana, ma il fenomeno non è assolutamente secondario, se nel 2007 il 9% di tutti i *mortgage loan* era del tipo *Alt-A*.

Diffuse sono poi tecniche come la c.d. "piggyback", dove si può risparmiare sulla polizza assicurativa

⁰⁵ *The Financial Crisis Inquiry Report*, cit. p. 105.

⁰⁶ *The Financial Crisis Inquiry Report*, cit. p. 110: "If I'm making a 65%, 75%, 70% loan-to-value, I'm not going to get all of the documentation," Sandler of Golden West told the FCIC. The process was too cumbersome and unnecessary. He already had a good idea how much money teachers, accountants, and engineers made—and if he didn't, he could easily find out. All he needed was to verify that his borrowers worked where they said they did. If he guessed wrong, the loan-to-value ratio still protected his investment."

a copertura del *loan* con un doppio mutuo, per consentire di coprire il margine lasciato dal *loan to value* dell'immobile (che poteva variare dal 10% al 20%): il *loan* principale copre sino all'80% del valore della casa da acquistare e il restante 20% è coperto da un secondo mutuo (per il debitore non è affatto semplice comprendere la convenienza fra questa operazione e un mutuo classico con polizza assicurativa, perché dipende dalla previsione dei prezzi del mercato immobiliare comparata con le curve future dei tassi di interessi). Molto ampia è la scelta nei c.d. *Hybrid Adjustable-Rate Mortgages* (ARM), in cui, ad esempio, per un *loan* della durata di trenta anni i primi due o tre anni il tasso d'interesse è fisso ed i restanti anni è variabile (sono comunemente indicati come 2/28s e 3/27s ARM). La componente ibrida, in realtà, può essere molto complessa nel caso di *Option* ARM, dove sono offerte quattro diverse modalità di pagamento (che possono essere sostituite nel tempo, a seconda di quale parte abbia la *put*): una rata minima, un pagamento dei soli interessi, quindici o trenta anni di pagamenti a rate completamente ammortizzate. Nel caso il pagamento non copra la quota interessi inizialmente prevista nella rata (per esempio per difficoltà del debitore, o per scelta concordata), questa porzione di interesse viene accorpata al capitale che deve essere restituito. Questa tipologia di prodotti viene offerta con un rata iniziale e per i primissimi anni, molto bassa, che successivamente può però anche triplicare. Inoltre, vengono previste, solitamente ogni tre o cinque anni, delle "recast date" per riportare in equilibrio l'ammortamento del *loan*. Si possono creare delle modalità acrobatiche, tramite l'esercizio di una opzione, che consente di passare più volte in corso del medesimo *loan*, da una rata comprensiva di interessi e capitale, ad una di soli interessi o capitale, dal tasso fisso al tasso variabile, ad aumentare o diminuire il c.d. *balloon payment* finale opzionando o meno un rifinanziamento futuro di questo ultimo maxi pagamento. Pur sul mercato dal 1980 questi *loan* hanno avuto straordinaria diffusione negli anni 2000, in quanto permettevano un rata molto bassa che, legata alla possibilità di rifinanziamento, consentiva di trovare altri ARM in modo da pagare sempre e solo rate basse che caratterizzavano i primi anni di *loan*. Di pari passo, però, aumentava di volta in volta l'importo del *loan* da ottenere, che veniva comunque concesso dato il costante *trend* crescente del mercato immobiliare. Un dato che inchioda il fenomeno è quello della percentuale di ARM *loan* con *negative amortization* originati da Countrywide nel 2007, cioè il 90%, mentre era solo dell'1% nel 2004. L'ammortamento negativo, che in Italia non è praticato, è un meccanismo molto pericoloso perché l'importo della rata neanche copre gli interessi. In questo modo, e fino a quando l'ammortamento resta negativo, l'ammontare del debito aumenta con il passare del tempo invece che diminuire. In altri termini è un modo per erogare credito a rate piuttosto che per ripagare un debito. Questo sistema di strutturazione del *loan* è assolutamente legato al mondo del *credit score*, oltre che al mero dato finanziario e immobiliare. Infatti, quando il debitore per i primi due o tre anni riesce a pagare puntualmente le rate (supponiamo ad arte molto basse ed invitanti, visto

che venivano commercializzati come "Pick-a-Pay loans") il suo *credit score* ne risente positivamente. E in questo modo quando le rate, a seguito di *recast date* o altro, saranno eccessivamente onerose (non a caso il fenomeno è noto come *shock payments*), accedere ad un rifinanziamento del *loan* sarà più semplice (il fenomeno del c.d. *flipping* è stato uno degli eventi più nocivi per i consumatori americani). Se poi il rifinanziamento non è possibile, allora la vendita dell'immobile sarà assorbita dalla liquidità del mercato e dai sistemi legali per vendere senza incorrere in *foreclosure*. Ancora un volta il *credit score* non risentirà negativamente dell'accaduto, visto che non sono state aperte procedure pubbliche di *foreclosure* o di *default*.

Utile l'analisi del portafoglio dei 4.499 *loan* "impacchettati" in una sola emissione nel 2006 ed originati dalla New Century Financial Corporation. Il valore medio di un *loan* era di poco più di 210.000 dollari, il 43% erogato per acquistare la prima casa, il 48% per rifinanziare precedenti *loan*, l'80% erano *ARMs loan* strutturati con "affordability features", il 20% per i primi due o tre anni erano rate di soli interessi, il 40% terminava dopo 40 anni con *balloon payments* finale, il 33% era strutturato come *piggyback* (quindi l'anticipo da versare per coprire il *loan to value* oggetto di finanziamento), il *loan to value ratio* fra il 95% e il 100% , il 42% erano *no docs loan* (quindi rientranti nel tipo *ALT-A loan*).

Se poi al *loan* immobiliare aggiungiamo altri tipi di *loan* o comunque di crediti (che saranno poi impiegati come sottostante di prodotti derivati), allora i soggetti "finanziari" coinvolti sono diversissimi e nella maggior parte dei casi inesistenti in Italia (dove l'erogazione è notoriamente affare al momento ancora primariamente bancario). Oltre al vastissimo mercato delle carte di credito, esiste un mondo composto da *Alternative Financial Service Providers: check cashing outlet, pawnshops* (finanziamento contro un bene lasciato in pegno), *automobile title loan* (finanziamento solitamente a breve erogato contro il titolo di proprietà dell'automobile), *payday loan* (finanziamento che anticipa il pagamento dello stipendio), *tax refund anticipation loans* (finanziamento anticipato di un rimborso futuro da parte dell'amministrazione fiscale), etc. Come detto il mercato dei *loan* non è direttamente in mano alle banche come noi le intendiamo ma delle *non-depository institutions*; è sintomatico che nel 1987 le *non-depository institutions* erano 7.000, mentre nel 2007 erano cresciute sino a 53.000.⁰⁷ La maggioranza di *loan* sono venduti da *broker* indipendenti rispetto al soggetto creditore ed esiste un enorme e profittevole mercato di *broker*, i quali propongono ai clienti *loan* e, soprattutto, rifinanziamenti dei *loan*. Proprio l'attivismo dei *broker*,

⁰⁷ U.S. DEPARTMENT OF HOUSING AND URBAN DEVELOPMENT, *Report to Congress on the Root of the Foreclosure Crisis*, 2010 p. 31.

ha caratterizzato il fenomeno noto come *Predatory Lending*.

4. *Predatory Lending*

Spesso viene riportato, nella letteratura dei *subprime*, un caso estremo accaduto nel 1997 che, però, non è rimasto assolutamente isolato negli anni seguenti. Un anziano di colore a bassissimo reddito, ma comunque proprietario di una casa, viene approcciato per la vendita di un *loan*. All'anziano occorre un piccolo prestito per poter pagare la spesa mensile, il *broker* finisce invece per vendergli un *loan* di 50.000 dollari, garantito dalla casa. Due settimane dopo aver firmato i documenti per il *loan* e prima di aver pagato la prima rata, il *loan* viene *flipped* (cioè rifinanziato). In meno di quattro anni, il *loan* è *flipped* per altre undici volte e ogni volta il *broker* incassa una commissione del 10% sul rifinanziamento. Quando il debitore non riesce più a far fronte ai pagamenti la casa viene venduta. Si tratta di una estremizzazione, forse, ma il fenomeno della facilità del "flipping" è un problema reale che ha caratterizzato l'intera stagione dei *subprime*. Questo è un caso di scuola di "Predatory Lending" ma certamente è meno estremo di quello che si possa pensare: "At the hearing, consumers testified to being sold option ARM loans in their primary non-English language, only to be pressured to sign English-only documents with significantly worse terms. Some consumers testified to being unable to make even their initial payments because they had been lied to so completely by their brokers."⁰⁸ Così sono descritti i consumatori che si sono rivolti alle associazioni di categoria: "people who got steered or defrauded into entering option ARMs with teaser rates or pick-a-pay loans forcing them to pay into-pay loans that they could never pay off. Prevalent among these clients are seniors, people of color, people with disabilities, and limited English speakers and seniors who are African American and Latino".

La difficoltà nel delimitare il *Predatory Lending*,⁰⁹ e quindi poi anche di una disciplina legislativa, sta nel fatto che alcuni indici di comportamento predatorio di per sé non sono illegittimi, se riferiti ad un coerente contesto di mercato e in relazione al merito creditizio del debitore. In linea generale il *Predatory Loan* è caratterizzato da: alti tassi di interessi, oneri e altri costi a carico del debitore, comportamento

⁰⁸ *The Financial Crisis Inquiry Report*, cit. p. 109

⁰⁹ Gli economisti hanno costruito modelli matematici per valutare gli effetti delle diverse legislazioni adottate nei diversi Stati, per una comparazione fra tutti gli Stati, G. HO, A. PENNINGTON-CROSS, *The varying effects of predatory lending laws on high-cost mortgages applications*, in *Federal Reserve Bank of St. Louis review*, January/February 2007, 39. Vedi anche per casi specifici di legislazione M. J. LUBBEN, J. J. HANLEY, *New Jersey Predatory Lending Law passed*, cit., oppure T. J. CUNNINGHAM et al., *The Illinois High Risk Home Loan Act: new obligations for lenders and servicers*, in *The Banking Law Journal*, 2004, 166.

del *broker* contrario all'interesse del debitore, la presenza di non giustificati *balloon payments*, onerose penali per il recesso anticipato, pagamento di oneri per polizze vita legate al *loan*, il merito creditizio del debitore ignorato o non correlato al tipo di *loan*, clausole arbitrali, *fees* implicite, *negative amortization* delle rate di pagamento, "compulsivo" rifinanziamento del *loan*.¹⁰ Se questi possono essere considerati indici più o meno obiettivi, la radice del comportamento predatorio è soggettivo, e consiste nello strutturare e vendere un *loan* in modo tale che il debitore (probabilmente) non sarà in grado di ripagarlo. In altri termini, un "*outright fraudulent behavior that maximizes the destructive financial impact on consumers of inappropriate marketing strategies and loan provision*".¹¹ Il riferimento è al debitore ideale di un *Predatory Loan*, dunque una persona culturalmente non istruita, finanziariamente poco sofisticata, possibilmente proprietario di una casa e magari anziano, solo. I dati resi pubblici dal U.S. Department of Housing and Urban Development del 1998 (si tratta di anni cruciali per lo sviluppo dei *subprime loan*), hanno dimostrato come *loan*, che si suppongono frutto di comportamento predatorio, siano il 51% di tutti i *loan* legati all'acquisto di una abitazione nelle comunità di colore a basso reddito, rispetto al 9% nelle comunità bianche di uguale reddito. Mentre nelle comunità di colore con *upper-income* il 39% dei *loan* per l'acquisto di una casa sono considerati *subprime* (nel senso di alti costi e interessi), rispetto al 6% di comunità bianche con medesimo reddito.

5. Protezione del consumatore, risposta frammentata

Nei vari Stati non vi è una definizione unitaria su cosa si debba considerare *Predatory Loan*, cioè una definizione legale ed uniforme di tipologie di *loan* particolarmente sfavorevoli, aggressivi, ad alti tassi, costi ed oneri per il consumatore. Il fenomeno era già noto e sviluppato negli anni '90, così che il presidente Bill Clinton nel 1994 promuove l'*Home Ownership and Equity Protection Act* (HOEPA), che però regola solo una ristretta tipologia di *loan*, definiti come "*high-cost mortgages*". In realtà, ciascun Stato ed in tempi diversi ha poi applicato a modo suo le disposizioni dell'HOEPA, creando una profonda diversità fra Stato e Stato. La stessa definizione di quale tipo di *loan* rientri o meno nella specifica

¹⁰ J.H. CARR, L. KOLLURI, *Predatory lending: An Overview*, Fannie Mae Foundation, 2001.

¹¹ J.H. CARR, L. KOLLURI, *op. cit.* p.2

regolamentazione a tutela del consumatore è diversa a seconda dello Stato.¹² Alcuni Stati, ad esempio, non considerano i *loan* per la seconda casa ed anche ove si trovasse una fattispecie unica di *loan*, diverse sono poi le condizioni economiche rilevanti per rientrare nella speciale categoria protetta. L'*Illinois High Risk Home Act*, qualifica un *loan* "high-cost": se i "total points and fees payable by the consumer at or before closing will exceed the greater of 5% of the total amount or \$800". Mentre secondo il *New Jersey Home Ownership Security Act* il *loan* è qualificato "high-cost" se: "total points and fees payable, excluding either a conventional prepayment penalty or not more than two bona fide discount points exceed: a) 4% of the total amount, or b) 4.5% of the total amount if the loan is \$40,000 or less or is a home insured by the Federal Housing Administration or guaranteed by the Federal Department of Veterans Affairs". Si tratta di una diversità che, al di là dell'aspetto strettamente giuridico (e relativo arbitraggio), ha inoltre importanti effetti economici e finanziari.

Bisogna infatti considerare la stretta connessione fra gli effetti di queste legislazioni sui *loan* e l'economia del mercato immobiliare e poi del mercato finanziario americano. Un esempio è proprio nella introduzione nel 2002 del *New Jersey Home Ownership Security Act*, adottato con la finalità di combattere il *Predatory Lending*, imponendo una serie di obbligazioni di trasparenza in capo a tutti i soggetti eroganti o venditori dei *loan*, così però creando i presupposti, verso tali soggetti, di "unknown and possibly unlimited amount of damages".¹³ Di conseguenza *Standard & Poor's* e *Fitch Ratings* dichiararono che la tipologia di *loan* disciplinati in quella legge non sarebbero stati più oggetto di rating, dati i potenziali rischi legali in capo ai soggetti creditori. Analoga reazione avvenne quando lo Stato della Georgia, nel 2003, regolò in modo specifico e maggiormente a tutela del consumatore, *loan* particolarmente aggressivi, per cui gli "Georgia's mortgage pools" non avevano rating. Si è così aperta una fase di negoziazione fra gli Stati e le agenzie di rating per modificare la regolamentazione. Non sfugge infatti l'impossibilità di cartolarizzare in modo efficiente e quindi poi cedere alle *Mortgage Banks* d'interesse nazionale (quali *Fanni Mae* e *Freddi Mac*), *loan* privi di rating e le relative importanti conseguenze finanziarie.

¹² Si tratta comunque solo di un aspetto, quello specifico di alcuni tipi di *mortgage loan*, della più ampia disciplina a protezione del consumatore che, in materia di credito (distinta in *open-end* o *closed-end credit*) a livello federale è disciplinata nel *Truth Lending Act* 1968 (parte del *Consumer Credit Protection Act*), poi diverse volte modificato (soprattutto a seguito agli eventi del 2008 e del *Dodd-Frank Act*). Proprio parte di questa disciplina è stata implementata tramite la nota "Regulation Z", cioè gli obblighi di trasparenza informativa e non solo al momento della erogazione del credito.

¹³ M. J. LUBBEN, J. J. HANLEY, *New Jersey Predatory Lending Law passed*, in *The Banking Law Journal*, 2003, 791

Nel 2013 la disciplina HOPA è stata modificata a seguito delle indicazioni del *Dodd-Frank Act*, prevedendo principalmente una estensione della disciplina ai finanziamenti garantiti da un immobile ed ai *open-end credit plans*¹⁴ e l'obbligo di una preventiva consultazione del consumatore con una *HUD Approved Housing Counseling Agencies*.¹⁵ Dunque, oltre ad innalzare il livello di trasparenza informativa, vietare alcune condizioni è stato stabilito che i consumatori in assoluto al loro primo *loan* e per alcune categorie di *loan* (per es. ove fosse presente l'ammortamento negativo delle rate), devono previamente consultare un professionista autorizzato da una agenzia federale e la scelta del professionista (in realtà di una società di servizi) spetta al consumatore che non deve essere in alcun modo influenzato dal soggetto creditore.

6. Foreclosure

La dinamica del *Predatory Lending* è agevolata dalla svariate tipologie di mutuo sopra elencate, a loro volta possibili per il rapporto fra *loan* ed *equity*, cioè la stretta relazione finanziaria che esiste fra credito e immobile. Questa ulteriore relazione è possibile non solo perché vi è un certo tipo di mercato immobiliare, ma perché le regole della *foreclosure* rendono liquido il mercato delle vendite immobiliari derivanti da *default*. In questo caso è la forma giuridica del mercato la principale componente per realizzare un mercato liquido. Da un punto di vista di struttura "contrattuale" ciò che noi indichiamo come mutuo ipotecario, negli Stati Uniti (ma dipende dai singoli Stati) solitamente è strutturato tramite due documenti: *Loan Agreement* e un *mortgage* o un *deed of trust*. E' però possibile che in luogo del *Loan Agreement* vi sia una *Promissory Note* cioè, un documento che reca una promessa unilaterale di pagamento (alla quale accedono *uniform covenants* concordati fra le parti) e può essere trasferito tramite *endorsement*; può circolare in modo simile ad un credito incorporato in un titolo, così che una girata in bianco rende la *Note* al portatore (*blank endorsement*). La forma di garanzia è nel documento chiamato *mortgage* o tramite un *deed of trust*. Al creditore (cioè, il *mortgagee*) o al trustee è trasferito

¹⁴ Così definito in 15. U.S. §1502 Code: "The terms "open end credit plan" and "open end consumer credit plan" mean a plan under which the creditor reasonably contemplates repeated transactions, which prescribes the terms of such transactions, and which provides for a finance charge which may be computed from time to time on the outstanding unpaid balance. A credit plan or open end consumer credit plan which is an open end credit plan or open end consumer credit plan within the meaning of the preceding sentence is an open end credit plan or open end consumer credit plan even if credit information is verified from time to time."

¹⁵ *Housing counseling agencies throughout the country that can provide advice on buying a home, renting, defaults, foreclosures, and credit issues.*

un *interest* sull'immobile, non anche il possesso che rimane al debitore, come garanzia sul pagamento della *Promissory Note*.¹⁶ Inoltre, è strutturale al *mortgage* o al *deed of trust* una procura a vendere l'immobile (*power of sale*). Data questa struttura, i creditori possono cedere il *loan* girando la *Promissory Note* e trasferendo (nella forma dell'*assignment*) il *mortgage*, in quanto il secondo gode di una forma di pubblicità e di registrazione. Data la frequenza con la quale possono essere trasferiti i *mortgage* esiste un sistema di registrazione elettronica (*Mortgage Electronic Registration System*), che ha eliminato la serie di *assignments*, in quanto il gestore della piattaforma elettronica viene designato dal creditore quale suo mandatario (in realtà, *nominee*) e la cessione di questo mandato sostituisce l'*assignment* del *mortgage*. Quando il creditore è munito di *Promissory Note* e *mortgage* è anche legittimato ad iniziare la procedura di *foreclosure*.

La disciplina della suddetta procedura dipende poi dallo Stato nel quale si è originato il *loan* e le differenze possono essere rilevanti. Prendendo come riferimento solo alcuni Stati: in California ed in Texas è previsto il *non judicial foreclosure*, viceversa non lo è in Florida e in New Jersey (sono 29 gli Stati che consentono il *non judicial foreclosure*). È un dato rilevante che in California, mediamente, più del 95% delle procedure di *foreclosure* sono *non judicial*, dunque non passano attraverso una procedura giudiziaria. Nonostante che in questo caso il creditore rinunci ad ottenere la differenza fra il credito vantato ed il prezzo al quale l'immobile è venduto, diversamente da quando si sceglie la strada della procedura giudiziaria (e questo è un aspetto importante che può variare a seconda dello Stato). Ogni Stato che ammette la *non judicial foreclosure* disciplina poi in modo diverso la procedura. Infatti, il creditore deve seguire alcune regole pur non dovendo passare per una procedura giudiziaria. In California la procedura è descritta nel *California Civil Code* (Section 2492) e alcuni aspetti sono regolati nel *California Code of Civil Procedure* (Section 729.040 e ss, per es. l'esercizio del *right of redemption* da parte del debitore) e può essere sommariamente così descritta.

A seguito del verificarsi di un evento previsto nel *loan* quale *default*, il creditore deve (anche informalmente) contattare il debitore per discutere della situazione, se entro trenta giorni dal primo contatto non viene raggiunto un accordo, il creditore registra, presso la contea nella quale si trova l'immobile, una *Notice of Default* che viene anche inviata al debitore tramite *certified mail*. Questa *Notice*

¹⁶ CALIFORNIA CIVIL CODE, Section 2492: "Every transfer of an interest in property, other than in trust, made only as a security for the performance of another act, is to be deemed a mortgage, except when in the case of personal property it is accompanied by actual change of possession, in which case it is to be deemed a pledge."

ha evidenza pubblica e dal momento in cui è registrata inizia la procedura di *foreclosure*. Il debitore ha ora 90 giorni per adempiere e così rimediare al *default*. Trascorso inutilmente questo secondo termine, il creditore registra una *Notice of Sale* (che viene pubblicata anche su quotidiani locali ed apposta in vista presso l'immobile), che deve fra l'altro indicare il luogo e la data (non inferiore a 20 giorni dalla pubblicazione della *Notice of Sale*), in cui avrà luogo l'asta. Il trustee è colui che trasferisce il titolo all'acquirente garantendo che la procedura di *foreclosure* si è svolta correttamente. Il ricavato della vendita viene prima impiegato per pagare le spese di asta, il trustee e gli avvocati, il resto per ripagare il credito e l'eventuale avanzo al debitore. Non è poi semplice impugnare la procedura descritta innanzi al giudice, se non per casi particolari. Secondo le regole vigenti in California, in poco più di 3 mesi da quando il creditore ha contattato il debitore, l'immobile è venduto o comunque è messo in vendita (a titolo indicativo, non avendo in Italia una analoga procedura oggetto di comparazione, è ragionevole supporre che il tempo medio per le procedure esecutive immobiliari sia superiore ai 6 anni).¹⁷

E' comunque possibile che il debitore impugni la vendita in un giudizio ordinario, ma la strada non è semplice, nel senso che l'acquirente che si è aggiudicato l'immobile è considerato essere in buona fede, a meno che non avesse conoscenze di irregolarità, nonostante che il trustee abbia dichiarato la regolarità della procedura. In California l'acquirente è considerato BFP (*Bona fide purchaser*) se: "1) *purchased the property for value*, [in questo caso il prezzo di asta regolarmente raggiunto] and 2) *had no knowledge or notice of the asserted rights of another or of any irregularity in the sale proceedings*."¹⁸

Altro aspetto è la procedura di *eviction*, cioè quella fase necessariamente giudiziaria che riguarda

17 Ministero di Grazia e Giustizia nel valutare l'impatto degli sportelli telematici rispetto alle procedure esecutive (individuali e concorsuali) in Italia, ha mostrato come i tempi per la vendita di un immobile, possono variare fra i 20 ed i 43 mesi (a seconda del Tribunale), anche se non è chiaro perché nello stesso documento quando i dati sono raccolti presso "sedi istituzionali" diversi dalle cancellerie dei Tribunali, essi risultano molto diversi e il tempo massimo sale a 90 mesi e quello medio è di 60/72 mesi (*L'impatto del PCT sulle esecuzioni e i fallimenti*). Secondo il Consiglio Nazionale del Notariato i tempi medi sono di 60 mesi, quindi cinque anni. G. STAIANO, *La crisi dei mercati finanziari* (a cura di M. Rispoli Farina, G. Rotondo), Giuffrè, 2008, p. 124 il tempo medio per la vendita di immobili tramite procedure esecutive è di 90 mesi.

18 *Malendrez .v D&I Investments, California Court of Appeal, 2005, Loyola Consumer Law Review, Vol. 24, p. 562, 2012* ; il caso riguarda il debitore che impugna la vendita in quanto a suo dire nel corso della procedura e prima che avvenisse la vendita aveva concordato alcune modalità di pagamento per la sospensione della procedura (da notare che i debitori erano marito e moglie messicani, e la seconda non conosceva l'inglese). Ma la Corte d'Appello riconoscendo la buona fede dell'acquirente ha considerato la vendita valida e confermato il giudizio di primo grado. Per un commento, E. Renuart, *Toward a More Equitable Balance: Homeowner and Purchaser Tensions in Non-Judicial Foreclosure States*, in *Loyola Consumer Law Rev.*p.562, 2012

l'uscita forzata del proprietario o del *tenant* dall'immobile *foreclosed*. Le differenze di legislazione, in questo caso, possono variare non solo fra Stati, ma fra le contee e addirittura fra le città (soprattutto quando nell'immobile sia locato). Per esempio in California, il soggetto che ha acquistato l'immobile a seguito di *foreclose* deve notificare all'ex proprietario che viva nell'immobile un avviso di lasciare l'abitazione entro tre giorni; altrimenti occorrerà iniziare la procedura di *eviction* che potrà durare alcune settimane.

7. Voluntary default

La procedura di *foreclosure* può lasciare un segno difficilmente debile nel *credit score* del debitore e per questa ragione può essere conveniente scegliere la strada del c.d. "*ruthless default*", dunque la cessione della propria abitazione al creditore quando il valore di questa è minore del *loan* da dover rimborsare (quanto debba essere minore dipende dalle scelte contrattuali, ma può anche dipendere da una valutazione meramente economica effettuata dal debitore). Date queste diverse opzioni non solo esistono società di servizi che curano il *credit score* dei clienti e *broker* (più o meno "predatori") che rifinanziano i *loan*, ma anche società di servizi specializzate nell'organizzare il *voluntary default*, diremo noi l'inadempimento volontario, per debitori che potrebbero continuare a pagare, ma scelgono di interrompere il pagamento e si affidano a tali società per trovare la migliore opzione di vendita, cessione al creditore, gestione della procedura di *foreclosure*, in modo da generare il minor impatto possibile sul proprio *credit score*.¹⁹ Infatti, al di là dell'aspetto emotivo o strettamente personale del debitore, si tratta di una scelta strettamente economica di costi e benefici, un'opzione "*put*" in mano al debitore che gli economisti hanno attentamente studiato.²⁰ Non sarebbe allora sorprendente la statistica secondo la quale, nel caso dei vari *subprime loan*, il debitore vada in difficoltà finanziaria (dal *default* sino ad iniziare il *foreclosure*) entro i primi 18 mesi da quando è stato erogato il prestito (*early payments default*). Non dovrebbe neanche sorprendere, allora, come le statistiche su procedure di *foreclosure* sino al 2005-2006 non mostravano particolari incrementi, ma non perché i debitori

¹⁹ Sul sito della società specializzata in tali servizi *YouWalkAway*, vi è la seguente definizione: "*Strategic default, also known as voluntary foreclosure, is when the borrower decides to stop paying a mortgage even though they can still afford the payment. For many people who are upside down on their mortgage, the decision to strategically default is one that is difficult but, often times, the first step to financial freedom.*"

²⁰ N.BHUTTA, J. DOKKO, H. SHAN, *The Depth of Negative Equity and Mortgage Default Decisions*, *Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board*, 2010; K.GERARDI, K.F. HERKENHOFF, L.E. OHANIAN, P.S. WILLEN, *Unemployment, Negative Equity, and Strategic Default*, <http://ssrn.com/abstract=1997890>.

rispettavano le scadenze di pagamento stabilite nel *loan*, ma perché entro il termine della *Notice of Default* notificatagli dal creditore riuscivano a vendere da soli l'immobile sul mercato (fino a quando il mercato ha retto), oppure ad organizzare *voluntary default*. In altri termini, la liquidità del mercato immobiliare mascherava il *Predatory Lending*.

8. Il sistema

La natura e il funzionamento del mercato immobiliare negli Stati Uniti è sempre stato considerato il centro intorno al quale ha girato il mondo dei *mortgage loan*. Mi sembra però di aver mostrato come diversi aspetti economici di questo mercato siano possibili grazie all'esistenza di alcune (per noi) peculiari (a volte illegittime) strutture giuridiche. E' apparso come vi sia una forte interconnessione fra la regolamentazione giuridica dei *loan* e gli effetti economici che essa indirettamente produce. Un chiaro esempio è stata l'introduzione di una regolamentazione specifica per contrastare il fenomeno del *Predatory Lending*, che come conseguenza ha prodotto il rifiuto di fornire rating ai c.d. *High-cost loans* rientranti in quella disciplina (e dunque di fatto la impossibilità di cartolarizzarli).

Un altro esempio è la procedura di *non judicial foreclosure* quale mezzo di approvvigionamento del mercato delle aste immobiliare a seguito di *default*, in altri termini un meccanismo di liquidità. Cioè, si tratta di un sistema nel quale l'immobile è l'*equity* rispetto al *loan* e i due vivono in una correlazione costante e dinamica. Consideriamo poi un aspetto ancora più giuridico, cioè la velocità e semplicità con la quale può essere ceduto il *loan* e il *mortgage*. Il primo addirittura, nel caso in cui sia nella forma di una *Note*, è una promessa unilaterale resa dal debitore, trasferibile tramite girata. Il *mortgage*, ove registrato nel sistema elettronico, rimane a nome del gestore del sistema quale agente del *mortgagor* ed è il rapporto di agenzia che circola fra cedente e cessionario; ciò neanche occorre nel caso dell'impiego di un trust con finalità di garanzia (perché sono le posizioni beneficiarie a circolare).

Si tratta di fattori di accelerazione che consentono un (a volte compulsivo) *flipping* del *loan*. A sua volta, una tale velocità nel rifinanziamento trasforma il termine ultimo del mutuo in un miraggio, cioè in un luogo che non sarà mai raggiunto dal debitore. In realtà, molto prima del termine naturale del *loan*, solitamente entro i primi cinque anni, non viene raggiunto neanche un altro importante termine, quello legato al cambiamento dell'importo della rata, inizialmente progettata molto bassa (addirittura in ammortamento negativo), per consentire al debitore di pagare la parte iniziale del *loan*. Perché in prossimità di quel termine sarà possibile un nuovo *loan* che ripartirà da rate molto basse. In questo

senso il *loan* non è progettato per durare e quindi i flussi reddituali del debitore (ove seriamente presi in considerazione), sono legati solo al periodo in cui le rate sono ai minimi. Chi gestisce queste dinamiche sono i *broker*, i quali non hanno esposizione verso il debitore, in quanto hanno semplicemente venduto il *loan* effettivamente erogato da terzi. Con il meccanismo dei mutui ammortizzati negativamente, che abbiamo visto essere stato piuttosto diffuso, il credito non viene però ridotto nei primi anni di *loan*, quindi se il *loan to value* era al 100% del valore dell'immobile e il prezzo raggiunto nella procedura di *foreclosure* non ha coperto il credito (ed in queste aste il prezzo è sempre inferiore al valore di mercato), ebbene il creditore subisce una perdita. A meno che, non sia stato proprio il creditore a ricomparsi l'immobile all'asta ed a rivenderlo successivamente ad un prezzo invece di mercato, in modo da recuperare il proprio credito. Sempre che, però, quel credito sia rimasto nel portafoglio di qualcuno interessato a recuperarlo. Perché se, viceversa, quel *loan* è stato impacchettato in un veicolo che si è finanziato sul mercato dei capitali, allora chi si è assunto il rischio è il titolare degli strumenti emessi dal veicolo. E' quindi raffigurato un meccanismo complesso, interconnesso, unico. L'aspetto negativo di tale sistema, oltre a quello finanziario noto a tutti, ha visto il consumatore "consumato", considerato alla stregua di un prodotto, e il suo interesse spesso ignorato.

Il mercato degli immobili venduti attraverso procedure di *foreclosure* è 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. Dato che il mercato è liquido, il *default* a livello economico viene assorbito alla velocità con la quale l'immobile è 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.

9. L'omologazione finanziaria

Le peculiarità del sistema giuridico ed economico degli Stati Uniti hanno viaggiato, in modo "clandestino", nei prodotti derivati con sottostante *loan* e *subprime loan*. In ottica finanziaria il complesso ordinamento giuridico degli Stati Uniti è un aspetto del *rischio* di credito rappresentato nei vari *loan*. Ma è un rischio incalcolabile non esistendo modelli in grado di valutarne la complessità. Come valutare il complesso, sfuggente e frammentario fenomeno del *Predatory Lending*, il lavoro (bene o male) svolto dalla *Association of Mortgage Brokers* per orientare la legislazione federale a tutela del settore, la tradizione legale del *caveat emptor*, la contraddizione che vede da una parte la legislazione federale del *Fair Lending Regulation, Equal Credit Opportunity*, quindi il divieto di discriminare nella concessione di un finanziamento rispetto alla razza, l'età, il colore, lo stato di famiglia, e dall'altra la strategica localizzazione degli *Alternative Financial Service Providers* in sobborghi che ospitano ispanici e persone di colore dal basso reddito;²¹ senza contare la variabile dello Stato che ha originato il *loan*, viste le differenze legislative fra i singoli Stati e si tratta di un elenco che tralascia certamente molte altre circostanze. Un rischio incalcolabile, pur non potendo essere sostanzialmente preso in considerazione in ambito finanziario, non per questo non esiste e produce comunque effetti (calcolabili solo a posteriori). Del resto il fallimento del sistema delle agenzie di rating è attualmente al vaglio della *U.S. District Court, Central District Court of California*, visto che il Dipartimento di Giustizia americano nel 2013 ha agito contro "*Standard & Poor's Ratings Services alleging that S&P engaged in a scheme to defraud investors in structured financial products known as Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS) and Collateralized Debt Obligations (CDOs). The lawsuit alleges that investors, many of them federally insured financial institutions, lost billions of dollars on CDOs for which S&P issued inflated ratings that misrepresented the securities' true credit risks*".²² Le accuse sono esplicite e dirette, così nel *Complaint* si legge che: "*S&P knowingly and with the intent to defraud, devised, participated*

21 Così il risultato della ricerca di R. A. PRAGER, *Determinants of the Locations of Payday Lenders, Pawnshops and Check-Cashing Outlets*, *Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, 2009*.

22 Dichiarazione del U.S. DEPARTMENT OF JUSTICE pubblicata su: <http://www.justice.gov>

in, and executed a scheme to defraud investors in RMBS and CDO tranches, including federally insured institutions, as to material matters, and to obtain money from these investors by means of material false and fraudulent pretenses, representations, and promises and the concealment of material facts." Analoga azione è stata intrapresa da 16 Stati e dal Down Jones, Standard & Poor's al momento ha scelto di difendersi ed ha depositato più di 20 milioni di pagine di documenti, non è però escluso che si giunga ad una transazione miliardaria.

La finanzia derivata è la potenza che è riuscita a concentrare, a *rappresentare* (in modo però ingannevole) ed a vendere questo universo giuridico e culturale degli Stati Uniti, nei prodotti derivati e tramite questi al mondo. Immaginiamo se fosse stato possibile catalogare e vendere i *subprime loan* a seconda dello Stato d'origine, in questo modo quanto meno uniformando giuridicamente cosa fosse un *loan*. Se questo può sembrare un elemento di trasparenza giuridica, da un punto di vista finanziario è un elemento che non consentirebbe di "impacchettare" *loans* originati da diversi Stati e dunque di ripartire il rischio. I prodotti derivati che hanno come sottostante altri derivati, che a loro volta ne hanno altri, sino ad arrivare ai vari *loan* (quali unità elementari della complessa costruzione) sono in grado di differenziare il rischio fra moltissime variabili compresa, infine, la variabile legata alla frammentazione della legislazione statale ed anche alla sua applicazione (in teoria). Separiamo in punto di analisi il sovrastante, il prodotto derivato in sé, ed il sottostante i vari *loans*. Un RMBS o un CDO ha una pressoché identica struttura finanziaria in tutti i mercati, così pressoché identica è la sua struttura contrattuale attraverso l'impiego degli ISDA *Master Agreements* (dato che non sempre esiste un vero e proprio mercato, ma la negoziazione avviene *over the counter*, nel senso di contrattazione bilaterale), la scelta poi del diritto applicabile, pur in teoria molto vasta, è ridotta al diritto dello Stato di New York o al diritto inglese. L'acquirente di tali prodotti è certamente interessato a conoscere quale banca di investimento abbia strutturato il prodotto, ma non in quanto interessato al luogo d'origine, dunque in quale Stato del mondo sia stato originato il tal prodotto, ma solo per valutare lo standing della banca di investimento. Perché il luogo d'origine è ininfluente per le caratteristiche del prodotto. L'irrilevanza del luogo d'origine reca con sé l'irrilevanza dell'ordinamento giuridico (a quel luogo e territorio legato). La natura dei prodotti è insensibile alle vicende dei vari ordinamenti giuridici, essi non sono caratterizzati dalle radici di un dato ordinamento, se non nel senso che i modelli ISDA possono adattarsi alle decisioni dei giudici inglesi o dello Stato di New York. Date queste premesse ed in relazione ai prodotti derivati, l'omologazione finanziaria si basa su presupposti corretti.

Per il sottostante (i *loans*) vale un discorso opposto. Abbiamo mostrato come termini in lingua

inglese, che la finanza ha diffuso, non solo non hanno un significato analogo (a volte neanche esistono corrispondenti), in altri ordinamenti, ma non vi è omologazione neanche all'interno dei singoli Stati confederati. Inoltre, diversi e per alcuni versi impensabili o addirittura illeciti, rispetto ad altri sistemi, sono i meccanismi legali di recupero del credito, lo sviluppo della legislazione, l'amministrazione della giustizia. Il rapporto fra sovrastante e sottostante può essere raffigurato nel seguente modo: si immagini il mondo percorso da una rete ferroviaria senza interruzione e senza frontiere, sulla quale viaggiano identici ed anonimi convogli, all'interno dei quali merci provenienti da tutto il mondo. I convogli giungono anonimi in tutte le stazioni del mondo, in quanto privi di segni che ne indichino l'origine e senza dogane che li abbiano ispezionati, ma le merci che scaricano hanno una provenienza territoriale ed essa è di assoluta rilevanza, sia per valutare la qualità, la liceità o addirittura la tossicità. La diversità fra sovrastante e sottostante è annullata dalla *omologazione finanziaria*, tale annichilimento è finanziariamente giustificato se il sovrastante *rappresenta* anche il sottostante. Tale *rappresentazione* opera attraverso l'attribuzione di valore al rischio del sottostante. In questo senso è anche legittimo ignorare la natura del sottostante, perché tutto è rappresentato nel rischio del sovrastante (dunque del prodotto derivato). Ma ove il rischio non sia anche valutabile, allora il meccanismo della *rappresentazione* finanziaria è un arbitrio ed è (forse) legittimo solo in presenza di meccanismi di trasparenza che lascino emergere la natura del sottostante in modo non equivoco; perché anche nel caso di rischio non valutabile (dunque adeguatamente *rappresentato*) esso comunque esiste.