

Speculazione & mercati

INCHIESTA | 1 | I prodotti strutturati

Gli ingredienti. Maggiori rischi per l'eccesso di cash e l'utilizzo di strumenti borderline

Draghi. Attenzione alla complessità e alla relativa opacità degli Etf sintetici

Torna la finanza creativa Wall Street teme l'impatto

Regolatori in allerta sui nuovi «subprime»: banche ed hedge fund riavviano gli investimenti di liquidità in Etf, Cov-light e Abs garantiti

► Continua da pagina 1

Settembre 2008, bancarotta di Lehman Brothers. È stato il punto di svolta per otto milioni di americani rimasti senza lavoro nel grande crack finanziario che l'ha seguita. Per i nove milioni ai quali è stata pignorata l'abitazione. E per l'economia di tutto il mondo.

L'ironia è che l'unica strada d'America in cui ci sono stati meno cambiamenti è proprio quella da cui tutto è partito: Wall Street. Certo, il settore finanziario si è contratto, le cartolarizzazioni di mutui tossici sono cose del passato. Ma i regolamenti attuativi della riforma del sistema finanziario - la legge Dodd-Frank siglata da Barack Obama nel luglio scorso - non sono entrati in vigore. Anzi, si attende ancora dalle cinque agenzie federali che li devono definire (vedi box). Nel frattempo, nella finanza sono riemersi i tre ingredienti della ricetta che due anni e mezzo fa ha prodotto il grande crack: la liquidità, i prodotti o le operazioni borderline, e la propensione a correre rischi sempre più forti.

Martedì 19 aprile Hedge Fund Research ha comunicato che il denaro amministrato dagli hedge fund ha sfondato per la prima volta nella storia il tetto dei 2 mila miliardi di dollari. Superando di 72 miliardi il record precedente raggiunto nel giugno 2008. Insomma, per i fondi hedge tutto come prima.

È non solo per loro. «Le banche di investimento hanno bisogno di mettere a frutto i soldi ma manca il business. Quindi stanno riev-

784 milioni di Banco Santander.

Abs a parte, gli acronimi a tre lettere di prima della crisi - i famosi Cdo (Collateralized debt obligations), i Clo (Collateralized loan obligation) e i Cds (Credit default swap) - sembrano essere fuori moda. Ma adesso c'è il boom degli Etf, gli Exchange-traded fund.

In apparenza sono prodotti finanziari innocui, una sorta di fondi comuni di investimento indicizzati e quindi gestiti in maniera passiva con l'obiettivo di riprodurre un indice di riferimento. Il loro vantaggio: non hanno costi di ingresso né di uscita, e costi di gestione molto bassi. Negli Usa gli Etf sono arrivati a un valore totale di circa mille miliardi di dollari. Nel mondo si è arrivati a circa 1.300.

Il problema, come per gli aco-

EXCHANGE TRADED FUND

Negli Usa questi fondi sono arrivati a un valore totale di mille miliardi di dollari: a livello mondiale sono a circa 1.300 miliardi

nimi a tre lettere del passato, è il possibile abuso di un prodotto che altrimenti ha una sua legittima funzione e logica finanziaria. In altre parole, il rischio che venga trasformato in un Frankenstein finanziario.

Il 12 aprile scorso il Financial Stability Board, presieduto dal Governatore della Banca d'Italia Ma-

ti estesi in categorie di beni in cui liquidità e trasparenza sono tipicamente minori».

Molto meno diplomatico il linguaggio degli analisti che recentemente hanno lanciato il loro allarme sull'esplosione degli Etf. A preoccuparli è fatto che si stanno diffondendo tra gli investitori privati e che il loro straordinario successo possa spingere gestori disonesti a intascare i soldi degli investitori senza comprare le azioni o le commodities sottostanti. «A me pare impossibile che vi siano titoli sufficienti per tutti gli Etf che circolano», ha dichiarato Michael Lewitt, presidente di Harb Capital Management, autore del libro "Morte del capitale". A lui ha fatto eco Bradley Kay, capo ricercatore per gli Etf europei di Morningstar: «Gli Etf sulle commodity mi impensieriscono. Perché faccio fatica a pensare che ci siano così tante commodity sul mercato».

Altri preoccupanti segnali vengono dai volumi di operazioni finanziarie sul filo del rasoio.

«Nei primi tre mesi del 2011 la percentuale dei prestiti istituzionali concessi senza vincoli a protezione del mutuante - i cosiddetti light covenant, o cov-light deals - sono arrivati a rappresentare il 24% del totale. Cinque volte la percentuale registrata nel 2010», ci fa notare l'analista. Stiamo parlando di circa 25 miliardi di dollari in prestiti istituzionali concessi senza vincoli protettivi e quindi a maggior rischio di mora. In termini assoluti è una cifra

eleganza il furbetto del quartiere Stefano Ricucci definì «fare il frocio con il culo degli altri».

«Per molte banche la percentuale di reddito che deriva da deal di questo genere è molto alta. È quindi logico che ci siano fortissimi incentivi a farne sempre di più. E sempre più rischiosi», osserva l'analista, che sottolinea il cambiamento di umore del settore: «Nel 2008 il mercato reagì alla crisi con panico eccessivo fino a paralizzarsi. Ma adesso sembra quasi di essere tornati al 2007. Come se negli ultimi tre anni non fosse successo nulla. Lo definirei uno stato di follia versione light».

Altro indicatore di follia-light viene dal ritorno di operazioni estremamente aggressive di dividend lending, e cioè prestiti per pagare dividendi, una prassi da tempo diffusa ma che prima della crisi era arrivata a superare ogni limite di ragionevolezza (o decenza) finanziaria. Un esempio: nel dicembre 2005 un consorzio di private equity comprò dalla Ford la società di auto a noleggio Hertz Corp e sei mesi dopo, con un megaprestito, si concesse un dividendo di un miliardo di dollari, pari a quasi la metà dell'intero investimento.

L'operazione di dividend lending completata nel marzo scorso dal fondo di private equity newyorkese American Securities sulla Fairmount Minerals, società dello Ohio produttrice di sabbie industriali, non è stata molto meno aggressiva. Sette mesi dopo aver comprato il 51% di Fair-

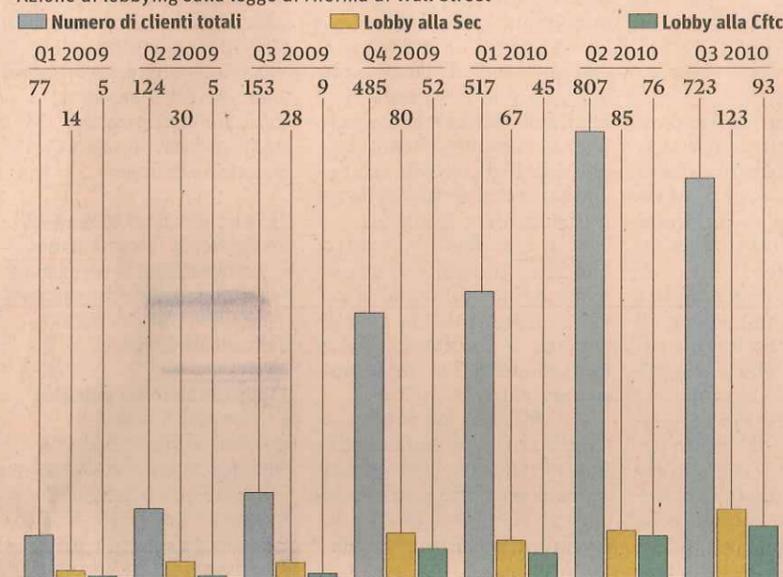


Proteste a Wall Street. Un cartello con la scritta «il sogno americano è finito» al di fuori del luogo simbolo della finanza americana

Torna la finanza creativa a Wall Street

L'AUMENTO DELLA LOBBY

Azione di lobbying sulla legge di riforma di Wall Street



IL MERCATO DEGLI ETF

ETF in Europa. Asset gestiti in miliardi di dollari



CREDITO A BASSE GARANZIE

Volumi di finanziamenti a bassi covenant



Norme sui mercati. Pronte le contromosse di banche e repubblicani per bloccare la regola Volcker

trando in settori difficili e pericolosi. E poiché c'è molta liquidità non si vagliano adeguatamente i rischi», osserva Stefano Ghersi, ex dirigente Nomura e poi gestore di un fondo.

Con il mercato che nuota in un mare di liquidità alla rincorsa di rendimenti soddisfacenti e in un settore ancora di fatto deregolato, stanno crescendo pressioni e incentivi per tornare a imboccare quella che un analista di un fondo hedge del Connecticut che ci chiede l'anonimato definisce «la strada sdrucciolevole che porta al precipizio». Strada lastricata di prodotti e operazioni sul filo del rasoio.

A partire da veicoli finanziari strutturati ad alto rischio quali gli Asset Backed Securities che hanno come sottostante una categoria di debito di bassa qualità come è quella dei finanziamenti per l'acquisto di auto. Secondo l'agenzia Bloomberg, il volume di tali obbligazioni immesse sul mercato quest'anno ha già raggiunto i 18 miliardi di dollari. E proprio negli ultimi giorni sono state annunciate altre due operazioni. La prima da 2,9 miliardi della Ally Bank e la seconda da

rio Draghi, ha lanciato formalmente l'allarme sulla «complessità e la relativa opacità della più nuova razza di Etf», i cosiddetti Etf sintetici. Nel suo bollettino, il Fsb ha invitato le varie autorità nazionali a «prestare crescente attenzione» perché «in alcuni segmenti di mercato c'è un numero di sviluppi inquietanti... Gli Etf sono infatti



Etf
Gli Etf (Exchange Traded Fund) sono fondi quotati che si scambiano come azioni e che replicano quanto più fedelmente possibile un indice di riferimento, il benchmark, che può essere azionario, obbligazionario o valutario o sulle materie prime (i fondi che hanno come sottostante commodities prendono il nome di Etc).

decisamente inferiori a un precedente record registrato nel 2007, ultimo anno di follia finanziaria quando i cov-light arrivarono a sfiorare i 100 miliardi. Ma la percentuale dei cov-light sul totale dei prestiti istituzionali è esattamente la stessa.

Anche il movente finanziario sottostante è lo stesso che tre anni fa portò al boom dei mutui ipotecari subprime: chi genera il deal raccoglie una ricca commissione senza rischiare il proprio denaro. Con i Cdo, le grandi banche di investimento compravano mutui subprime, li impacchettavano e rivendevano sul mercato frazioni di quelle nuove confezioni, trasferendo così ad altri il rischio di mutui ad altissimo rischio di mora. Adesso le grandi banche concedono prestiti istituzionali cov-light e poi li trasformano in prestiti sindacati rivendendoli a pezzi e bocconi ad altre banche. La differenza - non insignificante - è che in questo caso non si impacchettano prodotti tossici come i mutui subprime e il contenuto di ogni pacchetto confezionato è trasparente. Ma la tecnica di fondo rimane quella che con rara

mount Minerals grazie a un prestito di 750 milioni di dollari, American Securities ha ricapitalizzato la società con un prestito un miliardo, e si è concesso un generoso dividendo di 300 milioni.

«Noi siamo per principio contrari al dividend lending perché si prendono soldi in prestito per aumentare i rendimenti degli azionisti ma non si accresce il flusso di cassa che serve a pagare gli interessi del nuovo debito», ha detto al Wall Street Journal Mark Shinkman, presidente di Shinkman Capital Management.

I dati sui volumi dei prestiti per dividendi sono emblematici. Secondo S&P Lsd, divisione specializzata di Standards & Pools, dopo quasi tre anni di stallo, sia nell'ultimo trimestre del 2010 sia nel primo del 2011 i prestiti per dividendi o acquisto di titoli propri sono stati di circa 17 miliardi di dollari. Cifra non lontana dal record assoluto di 25,8 miliardi raggiunto nel primo trimestre 2007. E cioè alla vigilia del crack.

Claudio Gatti
cgatti@ilsole24ore.us

Primo di una serie di articoli

Le lobby fermano l'avvio delle riforme

Molti pensano che la guerra sulla riforma finanziaria negli Usa si sia chiusa il 21 luglio dell'anno scorso con la firma del presidente Barack Obama sul "Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act". Niente di più errato. La battaglia fondamentale, quella sui regolamenti attuativi, è cominciata solo dopo il passaggio della riforma. E sta per raggiungere la fase cruciale proprio in questi giorni. Le cinque agenzie federali competenti - Federal Reserve, Security Exchange Commission (Sec), Office of the Comptroller of the Currency (Occ), U.S. Commodity Futures Trading Commission (Cftc) e Federal Deposit Insurance Corporation (Fdic) - stanno infatti per annunciare i testi delle norme con cui pongono di mettere in pratica i principi generali della riforma.

Nessuno si azzarda a dirlo, ma tra gli addetti ai lavori in Con-

gresso non c'è alcuna certezza che i futuri regolamenti attuativi saranno severi quanto necessario per limitare eccessi e abusi. Motivo: i repubblicani hanno ripreso il controllo della Camera e i colossi della finanza hanno attivato un esercito di lobbisti al fine di convincere le agenzie competenti della necessità di annac-

CONGRESSO SOTTO ASSEDIO

Per impedire la revisione del proprietary trading, verrà usata la scusa del deficit federale: non ci sono altri soldi per le autorità

quare la riforma attraverso le norme attuative.

A rischio più di qualsiasi altra cosa è la norma Merkley-Levin, altrimenti nota come "regola Volcker", che proibisce alla banca il proprietary trading, la

compravendita con capitale proprio. È ritenuta da molti la colonna portante della riforma, perché impedirebbe alle banche quello che secondo un recente rapporto del Senato Goldman Sachs fece quando capi che stava per esplodere il bubbone dei mutui subprime. E cioè impacchettare tutti quelli che aveva in pancia, venderli ai propri clienti e poi scommettere miliardi sul crollo del valore di quei pacchetti. Con la regola Volcker le banche potrebbero svolgere solo attività di market making, cioè di coordinamento di scambi a cui non possono partecipare.

«Il proprietary trading delle grandi banche ha minato i mercati finanziari e danneggiato numerose istituzioni finanziarie fino a richiedere migliaia di miliardi di dollari della Federal Reserve e dei contribuenti», dichiara a Il Sole 24 Ore il senatore democratico Carl Levin, co-autore della regola Vol-

cker. «La norma Merkley-Levin rappresenta un passo fondamentale per mettere fine al conflitto di interessi tra le banche e i propri clienti».

Il problema è che anche la Merkley-Levin è poco più di una dichiarazione di intenti. Da tradurre ancora in norme precise. E, come ci spiega una fonte al Congresso, «lobbisti a parte, almeno una delle cinque agenzie federali competenti, l'Occ, sta chiaramente remando contro».

Anche se quella battaglia fosse vinta, banche e repubblicani hanno già pronta una contro-mossa: usare la scusa del deficit federale per negare gli aumenti di risorse richiesti dalle autorità di vigilanza. Senza i quali, come ha detto il commissario della Cftc Michael Dunn, «sarà impossibile implementare la Dodd-Frank».

C. G.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Dichiarazioni fiscali, bilanci, contabilità... con un click?

SISTEMA VIALIBERA
SOLUZIONE MODULARE INTEGRATA PER PROFESSIONISTI

Dichiarazioni fiscali, bilanci e contabilità: le scadenze sono prossime, è indispensabile agire velocemente! Perché non risparmiare tempo e fatica con una soluzione affidabile e veloce? Garantito da Il Sole 24 ORE, il Sistema ViaLibera è la soluzione software per gestire contabilità, dichiarazioni fiscali e bilancio. Semplicissimo da installare, ancora più facile da utilizzare, grazie a procedure guidate per consentire di lavorare in tutta tranquillità e sicurezza. In più, con il Sistema ViaLibera hai la libertà di acquistare solo i moduli che ti servono.

SISTEMA VIALIBERA, UN MONDO DI SOLUZIONI CON UN SEMPLICE CLICK!

PRENOTA UNA DIMOSTRAZIONE GRATUITA www.agenti24.it/sistemavialibera

www.vialibera.ilsole24ore.com **GRUPPO 24 ORE**

www.Gefcommunication.it