

2 0 0 8



**Seminario
interdisciplinare
sul tema
Etica, economia e
diritto**

Genova, 9 gennaio 2009

Filippo Chiodini

**Efficienza o Equità? La crisi
dei mutui subprime**

SOMMARIO: 1. Parte Generale: *Efficienza ed equità. Due linguaggi diversi?* – 1.1. *Conseguenzialismo, utilitarismo e ottimalità paretiana.* – 1.2. *Le critiche. Inutilità di Pareto e nuovi obiettivi per una analisi.* – 2. Parte Speciale: *La crisi dei mutui subprime.*

1. Efficienza ed equità. Due linguaggi diversi?

È indiscutibile come la disciplina della analisi economica del diritto abbia assunto negli ultimi decenni un'importanza essenziale nello studio delle materie giuridiche¹.

Un approccio interdisciplinare che, tuttavia, postula un confronto fra studiosi di materie diverse non sempre agevole, tanto che è stato riconosciuto come, almeno in Italia, la discussione fra giuristi ed economisti “non [sia] stata molto fervida, perché ancor oggi si preferisce percorrere sentieri separati, che solo talvolta si incontrano, per poi nuovamente allontanarsi”².

¹ Cfr. COOTER – ULEN, *Law and Economics*, 3° ed., Addison Wesley Longman, 2000, p. 3.

² Così ALPA, *Prefazione*, in *Analisi economica del diritto privato*, (AA.vv), Milano, Giuffrè, 1998.

Ciò è dovuto, almeno in parte, al differente “linguaggio”³ parlato da economisti e giuristi o, come viene da taluno definita, alla loro diversa “ideologia settoriale”⁴. Se, infatti, il giurista tende, per un retaggio risalente ad una visione positivista, a considerare la norma giuridica un precetto di per sé sufficiente a determinare il corso degli eventi, l’economista è portato a vedere il diritto come una serie di incentivi rivolti ai consociati.

I precetti giuridici assumono, in questa ottica, la veste di prezzi impliciti assegnati ai singoli comportamenti che gli individui sceglieranno di volta in volta di tenere. Ne consegue che, nel caso di un comportamento vietato e sanzionato dal diritto, quando il prezzo di quel determinato comportamento sia sufficientemente alto da rendere per il soggetto più conveniente evitare di adottarlo, il relativo divieto verrà rispettato. Viceversa, qualora ad una analisi costi-benefici dovesse risultare più vantaggiosa la violazione del precetto, un soggetto razionale opterà per questa ultima soluzione⁵.

Non è un caso che sia stato teorizzato da studiosi dell’analisi economica del diritto il concetto di *efficient breach of contract* (inadempimento contrattuale efficiente) che studia le ipotesi in cui il debitore di una determinata obbligazione contrattuale scelga, in seguito di un’analisi costi-benefici, di non adempiere al proprio

³ È interessante in questo senso un discorso con cui McCEASNEY, *Economics, Law, and Science in the Corporate Field: A Critique of Eisenberg*, in *Columbia Law Review*, 1989, 1530-1548, commenta l’“incursione”, sempre più massiccia di economisti nello studio di materie giuridiche, segnalando fra le conseguenze il problema linguistico e il cambiamento degli equilibri fino ad allora esistenti in tema di approccio tradizionale all’analisi del diritto: “As American history demonstrates, the colonization of one territory by inhabitants of another creates at least two problems. First, the colonizers and colonized often do not speak the same language, and thus must learn to communicate. Ordinarily, the language of the colonizers comes to dominate, a development rarely pleasing to the colonized. Second, patterns of property ownership will likely be disrupted, as colonizers acquire (often by force) rights previously held by the colonized. The colonization of some fields of law by economic analysis fits this historical pattern. [...] Economics provides a powerful “tool kit” with which to analyze law. It has proven difficult, however, for some adherents of more traditional approaches to law to come to understand the different form of analysis that the use of economic methods entails. Moreover, the economic approach has reduced the value of lawyers’ more traditional but less powerful methods of legal analysis. Not surprisingly, many lawyers have objected to the intrusion of economic analysis into law on both grounds”.

⁴ Cfr. COOTER *et al.*, *Il mercato delle regole. Analisi economica del diritto civile.*, Bologna, Mulino, 1999, p. 11.

⁵ *Ibidem*, “In altre parole, l’economia insegna al giurista a svegliarsi dal sogno velleitario del positivismo legislativo”.



obbligo, assumendosi le responsabilità derivanti dall'inadempimento. Un tale approccio libera, evidentemente, l'obbligo contrattuale da ogni tipo di valutazione morale, attribuendovi solamente un valore economico. Nell'attribuzione di valore economico si potrà certo tenere conto anche di valutazioni non immediatamente monetizzabili quali, ad esempio, costi reputazionali. È chiaro, tuttavia, come il ragionamento che indurrà ad adempiere a un contratto non sarà più, probabilmente, perché un tale comportamento è considerato *giusto*, ma, piuttosto, perché esso è *vantaggioso*, o *efficiente*.

Tale approccio si estende anche oltre la sfera contrattuale, per applicarsi a tutti i settori del diritto e alle regole da esso poste, in una sorta di esasperato contrattualismo.

Il linguaggio economico non si applica più, pertanto, come in passato, al solo settore degli affari o dell'economia. L'analisi economica diventa strumento da utilizzare nella valutazione della "bontà" delle regole che disciplinano qualunque settore, ma la scala di valori, proprio per la differenza di linguaggio, è diversa. L'analisi ambisce ad essere quanto più possibile neutra e obiettiva.

Emerge una visione del diritto scevra da ogni connotazione di valore etico-morale. Lo stesso concetto di "giusto" o "sbagliato" fa spazio a un giudizio di convenienza che potrà essere valutata su base individuale dal soggetto singolo o collettiva e sociale a livello generale.

È evidente, pertanto, come la giustizia, tradizionale fondamento ed aspirazione del discorso giuridico, perda la sua centralità in una riflessione economica sull'organizzazione sociale. Il criterio di giustizia e con esso giudizi di ordine morale o etico vengono ritenuti eccessivamente contingenti e soggettivi e sono così sostituiti, nella L&E classica, dal criterio dell'efficienza.

Passa così in secondo piano, almeno ad una prima analisi, anche il concetto di equità che, nella sua accezione di "giustizia nel caso concreto", è nella gran parte dei casi stato il fine principale di norme giuridiche e pronunce giurisprudenziali⁶.

Si deve tuttavia osservare come la definizione di etica come "giustizia nel caso concreto" abbia subito critiche volte a stigmatizzare come essa presupponga che la giustizia possa non avere di per sé una dimensione concreta, ma sia piuttosto relegata a

⁶ Vedi, a titolo esemplificativo ROSSI, *Il conflitto epidemico*, Milano, Adelphi, 2003, p. 22: "Gran parte dell'attività legislativa in materia economica – dalla normativa di base sulla stipula dei contratti fino a quella per la repressione delle intese e delle concentrazioni lesive della concorrenza – è da sempre dettata dalla necessità [...] che lo scambio, a qualsiasi livello, si attui su un piano di sostanziale equità".

dimensione teorico astratta⁷. Occorre invece risalire alla definizione di etica fornita da Aristotele nell'*Etica Nicomachea* con la quale il filosofo delinea il rapporto fra la giustizia e l'equità, "che in senso assoluto non sono né la stessa cosa, né cose diverse per genere", in quanto "l'equo è pur giusto, ma non secondo la legge, bensì è correzione e supplemento del giusto legale", giacché "questa è appunto la natura dell'equo, di integrare la legge là dove essa è insufficiente a causa del suo esprimersi in termini generali"⁸. In questo senso, è più opportuno, e conforme al pensiero di Aristotele che l'equità sia il diritto (*rectius* la sua integrazione in via interpretativa) nel caso concreto.

Nella letteratura economica, per contro, vi sono due principali definizioni del termine "efficienza"⁹:

(i) "efficienza tecnica", utilizzata nell'ambito di processi produttivi, che si raggiunge nel momento in cui non sia possibile produrre la stessa quantità di prodotto (*output*) utilizzando una struttura di produzione (*input*) meno costosa; oppure non si possa produrre una quantità maggiore di *output* mantenendo invariata la quantità di *input*;

(ii) "efficienza paretiana" o anche "ottimalità paretiana"¹⁰, secondo la quale una situazione può definirsi *Pareto-ottimale* se è impossibile fare un cambiamento che comporti il miglioramento anche solo di un singolo individuo (secondo la sua propria valutazione) senza peggiorare la posizione (nuovamente, secondo la stima interiore dello specifico soggetto coinvolto) di nessun altro.

Nel corso di questa breve riflessione, e in seguito, mi riferirò al concetto di "efficienza" secondo questa ultima definizione che è, peraltro, quella adottata dall'analisi economica del diritto.

1.1. Conseguenzialismo, utilitarismo e ottimalità paretiana

⁷ In questo senso CONDORELLI, *Equità e diritto*, in Ann. Catania, 1934. II, p. 245 e ss, che rileva come la giustizia sia invece "principio pratico per eccellenza" che difficilmente può "aver vita al di fuori della concretezza dell'azione".

⁸ La citazione è tratta dalla traduzione italiana dell'*Etica Nicomachea* di Aristotele, curata da PLEBE (1957), come riportata su Enciclopedia del Diritto, Varese, Giuffrè, 1962, p. 69 e ss.

⁹ Per entrambe vedi, *ex multis*: COOTER *et al.*, *Il mercato delle regole*, cit. (nt.), p. 24; SEN, *Etica ed Economia*, Bari, Laterza, 1988, p. 29, in nota 20.

¹⁰ Dal suo inventore Vilfredo Pareto, economista e scienziato politico italiano che operò tra la fine del XIX e gli inizi del XX secolo.



Può essere utile, al fine di meglio comprendere i presupposti dell'analisi economica del diritto, addentrarsi brevemente nelle teorie economiche che vi stanno alla base. In particolare, si cercherà in questa sede di chiarire i concetti di consequenzialismo e di utilitarismo, da cui discende la nozione di efficienza e la conseguente definizione di ottimalità paretiana.

“Consequenzialismo” ha diversi significati e indica un insieme di teorie economiche che, pur differendo l'una dall'altra in alcuni aspetti, hanno in comune il fatto di ricavare il valore (anche morale) di un qualunque atto o fatto (e quindi anche di regole e comportamenti) dalle conseguenze che ne discendono. Tali conseguenze verranno prese in considerazione per l'impatto che hanno sul benessere degli individui (teoria del welfare) o sull'utilità che tali soggetti ne traggono (teoria utilitarista)¹¹.

Anche riguardo alle teorie di tipo utilitarista è possibile tracciare distinzioni in base al tipo di utilità considerata: ve ne sono alcune che adottano un concetto di benessere umano che consiste nell'avere uno stato mentale positivo, evitando gli stati negativi, e quindi, in altre parole, la felicità umana; altre teorie prendono in considerazione il criterio della soddisfazione umana e delle preferenze o desideri attuali o potenziali; altre ancora ritengono rilevanti per la definizione di benessere elementi oggettivi quali la buona salute, l'affermazione sociale, la cultura, etc.

In ogni caso è una caratteristica peculiare delle teorie utilitariste attribuire eguale rilevanza al benessere di ciascuna persona e di focalizzarsi sulla media (*rectius* sulla somma) del benessere di tutti gli individui. Viene quindi considerato il dato aggregato prescindendo da valutazioni singole. Infatti, al fine di stabilire l'opportunità di un atto o di una norma se ne esamina l'efficienza in termini di somma di benessere individuale di ciascun singolo soggetto (utilità) al netto della somma dei relativi costi sopportati individualmente (disutilità)¹².

Si noti soltanto come uno dei più noti autori e fra i fondatori della L&E Richard A. Posner abbia teorizzato un criterio alternativo per valutare l'utilità di un atto o di una norma. Si tratta della massimizzazione della ricchezza, che avrebbe il pregio, rispetto ad altri criteri comunemente adottati dall'utilitarismo, fra quali,

¹¹ Cfr, fra gli altri, ZAMIR-MEDINA, *Law, Morality, and Economics: Integrating Moral Constraints with Economic Analysis of Law*, disponibile sul SSRN al sito <http://ssrn.com/abstract=980766>.

¹² Vedi ZAMIR-MEDINA, *Law, Morality, and Economics: Integrating Moral Constraints with Economic Analysis of Law*, cit. (nt.), p. 7; nonché POSNER, *Utilitarianism, Economics, and Legal Theory*, in *The Economic structure of the Law*, a cura di Francesco Parisi, EE, 2001, p. 143.

segnatamente, la felicità delle persone, di essere più facilmente misurabile e oggettiva. Inoltre, sostiene l'A. la massimizzazione del profitto si presterebbe ad una più agevole proiezione dal dato individuale a quello aggregato o collettivo. Infine, il criterio della massimizzazione del profitto, esulando dalla sfera emotiva contribuirebbe a distinguere l'uomo dagli animali e rifletterebbe un destino più glorioso e determinato di quello attribuito all'uomo dalla concezione utilitaristica di massimizzazione della felicità, anche perché comporterebbe un atteggiamento attivo piuttosto che passivo, verso il progresso del genere umano, della creazione e dell'avanzamento della civiltà¹³.

Che si aderisca alla tesi sostenuta da Posner rispetto alla teoria della massimizzazione del profitto, o che si opti per un concetto di "utilità" classica, è evidente come la valutazione del bene considerato vada effettuata su base aggregata, calcolata come la somma dei singoli valori individuali. Questa visione prescinde da considerazioni di natura distributiva e da comparazioni di tipo interpersonale. La conclusione è un giudizio sull'efficienza dell'atto o della norma in questione.

Ne discende la stretta correlazione con la definizione di efficienza paretiana già vista. Vi sarà una situazione di ottimalità paretiana ogni qual volta, seguendo l'*iter* appena descritto si potrà concludere che, dato un certo cambiamento (in un atto o in una norma), non solo la utilità o ricchezza aggregata sarà maggiore, ma a livello individuale, a fronte del miglioramento della situazione di almeno un soggetto, nessun individuo avrà un peggioramento.

A tale risultato si può giungere, in un "mondo", come quello teorizzato da Ronald Coase, privo di costi di transazione¹⁴, anche

¹³ POSNER, *The Justice of Economics*, in *Economia delle scelte pubbliche*, 1, 1987, p. 19, raccolta anche in *The Economic structure of the Law*, cit. (nt.), p. 133.

¹⁴ COASE, *The Problem of Social Cost*, in *Journal of Law and Economics*, III, 1960, p. 1- 44. L'A. definisce per primo i c.d. costi di transazione come quelli "necessari per trovare il soggetto con cui si desidera contrattare, informare le persone che si desidera fare un determinato affare e a che condizioni, condurre i negoziati che portano alla conclusione dell'accordo, redigere il relativo contratto, operare le verifiche necessarie ad accertare che il contratto venga effettivamente rispettato, etc. Tali operazioni sono spesso estremamente costose, sufficientemente costose da impedire la conclusione di molti affari che verrebbero ad esistenza in un mondo ove il sistema di valutazione funzionasse senza alcun costo" (Libera traduzione del testo in lingua inglese a p. 15). Ai c. d. costi di transazione vengono comunemente ricondotto anche altri costi, o impedimenti alla cooperazione di soggetti finalizzata alla spartizione del *surplus* così creato, e cioè, fra gli altri, il



tramite la compensazione da parte dei “vincenti” di questo gioco (e cioè di coloro che dal cambiamento traggono un vantaggio) a quelli che, almeno in assenza di compensazione, sarebbero i “perdenti” (e cioè chi subisce uno svantaggio iniziale dovuto al cambiamento).

È tuttavia necessario sottolineare come nel mondo reale i costi di transazione esistano e siano, come afferma lo stesso Coase, “extremely costly”. Pertanto, la compensazione dei soggetti “perdenti” da parte dei “vincenti” non è sempre possibile, quanto meno completamente. Ne consegue che non sia possibile giungere a situazioni di efficienza paretiana ogni qual volta, pur in presenza di una somma aggregata superiore, a livello individuale esista qualcuno che dal cambiamento tragga uno svantaggio che non possa essere (completamente) compensato da chi ne derivi un vantaggio. Per questo, è stato teorizzato un altro criterio di efficienza, c. d. di Kaldor – Hicks, o anche della superiorità potenziale in senso paretiano¹⁵. La differenza principale fra i due criteri di efficienza è che il criterio di Kaldor-Hicks non richiede la compensazione dei soggetti svantaggiati, perché considera solo l'elemento aggregato di utilità o ricchezza, trascurando il fatto se per ottenere una maggiore utilità o ricchezza, si è sacrificata la posizione individuale di qualcuno. Il test di Kaldor – Hicks può, quindi, ritenersi superato ogni qual volta i vantaggi ricavati da un determinato cambiamento siano *complessivamente* superiori agli svantaggi, e ciò senza bisogno di alcun riguardo alla allocazione precedente e successiva delle risorse¹⁶.

È evidente come considerazioni di questo genere prescindano da una visione etica dell'economia, costituendo una posizione del tutto neutrale (e indifferente) rispetto a riflessioni di tipo distributivo, che valutino l'allocazione delle risorse e dei diritti e operino una comparazione interpersonale fra individui. Per questo motivo, ed in particolare per il fatto di essere eccessivamente focalizzata su valutazioni di tipo quantitativo (la somma dei singoli valori di utilità/ricchezza aggregati) piuttosto che qualitativo (la effettiva distribuzione degli stessi), ha subito critiche da una vasta platea di

comportamento strategico e le asimmetrie informative. Vedi in merito COOTER – ULEN, *Law and Economics*, cit. (nt.1).

¹⁵ Questo test è chiamato anche “superiorità potenziale in senso paretiano” proprio perché potrebbe portare ad un risultato Pareto- efficiente se non vi fossero costi di transazione che impediscono la compensazione dei perdenti da parte dei vincitori. Vedi in merito CALABRESI, *The Pointlessness of Pareto: Carrying Coase Further*, in Yale L.J., 1991, p. 1221. (Traduzione italiana: *L'inutilità di Pareto: un tentativo di andare oltre Coase*, in *Analisi economica del diritto privato*, cit. (nt.), p. 28 e ss.

¹⁶ *Ibidem*.

commentatori¹⁷ interessati, come vedremo nei corso dei prossimi paragrafi, a recuperare un ruolo all'interno dell'analisi economica a considerazioni di tipo etico e distributivo.

1.3. Le critiche. Inutilità di Pareto e nuovi obiettivi per una analisi

Dell'efficienza paretiana è stato criticato¹⁸ il fatto che, presupponendo di fatto un accordo unanime su ogni tipo di cambiamento da svolgere nella società, la valutazione di convenienza che ciascun soggetto compie, e da cui dipende la eventuale qualificazione dell'assetto che il cambiamento andrebbe a creare come una situazione di ottimalità paretiana, è limitata alla sfera interiore e soggettiva di ciascun individuo. Questo fa sì che tale valutazione sia poco prevedibile. Infatti, ciò che rende sostanzialmente inapplicabile al mondo reale il criterio di efficienza paretiana, è che la valutazione andrebbe fatta *ex ante*. Viene quindi giustamente osservato che, per i motivi più vari, fondati o non, etici o meno, qualche individuo potrebbe ritenere *ex ante* che un cambiamento che migliorerebbe la posizione di molti (o, paradossalmente, di *tutti gli altri*) costituisca una svantaggio per se medesimo, con ciò frustrando la possibilità di qualificarlo Pareto-superiore¹⁹. In un mondo senza costi di transazione questo individuo potrebbe essere compensato dagli altri, ma abbiamo visto che questo tipo di costi non è cancellabile né trascurabile nel mondo reale. A ciò si aggiunga che un'analisi in termini di efficienza paretiana non dice in realtà nulla sulla distribuzione, o altrimenti sulla qualità, della utilità/ricchezza. La sua neutralità rispetto a istanze etiche o sociali inerenti l'allocazione iniziale e la successiva distribuzione delle risorse la rende pertanto inutilizzabile per scopi diversi da un'analisi del vantaggio sociale aggregato di una determinata situazione, che come abbiamo visto, è molto difficile affrontare in termini concreti *ex ante* (anche perché si basa sulla somma di vantaggi ottenuti con il cambiamento dai singoli individui).

¹⁷ Cfr. per tutti, CALABRESI, *The Pointlessness of Pareto: Carrying Coase Further*, cit. (nt.); SEN, *Etica ed Economia*, cit. (nt.); ZAMIR-MEDINA, *Law, Morality, and Economics: Integrating Moral Constraints with Economic Analysis of Law*, cit. (nt.); in difesa dell'approccio "efficientista": KOROBKIN – ULEN, *Efficiency and Equity: What can be gained by combining Coase with Rawls?*, in *Washington Law Review*, 1998, 329.

¹⁸ CALABRESI, *The Pointlessness of Pareto: Carrying Coase Further*, cit. (nt.), p.1225 e ss.

¹⁹ *Ibidem*, p. 1220.



Sorge spontaneo chiedersi, allora, a cosa possa mai servire una analisi che punti ad un tipo di efficienza di fatto irrealizzabile. Alcuni rispondono che studiare il mondo come sarebbe se non vi fossero costi di transazione aiuta a focalizzare il problema, e di conseguenza gli sforzi degli studiosi, sulla eliminazione di tali costi, con ciò permettendo un avvicinamento verso una condizione che possa definirsi effettivamente Pareto-ottimale e che comporti, pertanto, la soddisfazione di almeno un individuo senza la frustrazione degli interessi di nessuno²⁰. Tale aspirazione viene definita come un avvicinamento verso la frontiera paretiana.

Il Prof. Guido Calabresi, tuttavia, riconosce come un tale sforzo non meriti di per sé maggiore considerazione del tentativo di *spostare* la frontiera verso l'esterno, e cioè verso una maggiore utilità/ricchezza sociale. La differenza fra lo spostamento *verso* la frontiera e lo spostamento *della* frontiera starebbe nel fatto che, nel primo caso, tramite l'analisi economica e lo studio dei costi di transazione, si cerca di raggiungere un cambiamento che sia Pareto-efficiente. Nel secondo caso il tentativo è semplicemente quello di creare un cambiamento nella società che determini un beneficio per la maggior parte degli individui possibile, per esempio tramite innovazioni tecnologiche.

L'A. riconosce come il risultato di questi due tentativi non cambi, essendo in tutti e due i casi un miglioramento dell'utilità/ricchezza aggregata.

Non avrebbe senso, invece, pretendere di trovare la soluzione che sia *ex ante* Pareto - efficiente in quanto, priva indicazioni sulla allocazione e distribuzione delle risorse, nonché di valutazioni di natura interpersonale, avrebbe poca o nessuna utilità pratica²¹.

Ne risulta la necessità di effettuare una analisi distributiva, che sia il punto di partenza per una riflessione che, con approccio interdisciplinare, miri a rispondere all'interrogativo circa i modi (siano

²⁰ COOTER – ULEN, *Law and Economics*, cit. (nt.1).

²¹ Vedi CALABRESI, *The Pointlessness of Pareto: Carrying Coase Further*, cit. (nt.), nella cui traduzione si legge: “Nel momento in cui ci confrontiamo con una situazione concreta otteniamo un *surplus* di informazioni riguardo a coloro che ottengono vantaggi e a coloro che risultano sfavoriti. Una volta entrati in possesso di queste informazioni aggiuntive le differenze rilevate possono convincerci del fatto che le perdite o i guadagni per *alcuni* siano più importanti che per *altri*. In altre parole, ci addentriamo immediatamente in un mondo reale in cui accostiamo a teorie dell'equità distributiva concorrenti e dove una teoria secondo la quale le perdite o i guadagni hanno per ciascuno, ricco o povero, buono o cattivo, lo stesso significato sul piano sociale, senza riguardo alle situazioni di partenza, si rivela poco attendibile”(p. 31).

essi norme giuridiche, costruzioni organizzative o innovazioni tecnologiche) che permettono di spostare verso l'esterno la frontiera del benessere (è cioè dell'utilità o della ricchezza) sociale al costo minore, analizzando altresì (da un punto di vista qualitativo) quali siano i soggetti che ne potranno trarre vantaggio (con riguardo, quindi alla allocazione e alla conseguente distribuzione delle risorse), e come compensare al meglio i soggetti che dal cambiamento dovessero essere penalizzati.

2. *La crisi dei mutui subprime*

In questa seconda parte affronterò brevemente il tema della crisi dei mutui *subprime*, quale esempio di un comportamento da parte delle imprese erogatrici del credito che, orientato alla massimizzazione del profitto, eccessivamente spregiudicato, nonché discutibile da un punto di vista etico, ha generato un ingente perdita di valore e come tale una grande disutilità aggregata, originata dalla somma di azioni individualmente inefficienti.

Il fenomeno dei c.d. mutui *subprime*, cioè di mutui ipotecari concessi a soggetti con un merito di credito basso in relazione al mutuo ottenuto²², ha avuto un'esponentiale diffusione nell'anno precedente²³ il manifestarsi della crisi, nell'agosto 2007.

Innovazioni nell'ingegneria finanziaria hanno permesso alle imprese che erogavano i finanziamenti di suddividere il rischio di *default* dei soggetti finanziati e di distribuirlo su un ampio raggio di investitori, per lo più a mezzo di cartolarizzazioni. Ciò ha consentito un comportamento particolarmente aggressivo delle imprese erogatrici, che hanno di molto allargato la cerchia di soggetti finanziabili e ampliato l'importo dei relativi crediti.

Di converso una (troppo) vasta gamma di soggetti hanno avuto accesso al credito, complice anche una politica di tassi di interesse bassi da parte della *Federal Reserve*.

²² A questo proposito può essere utile precisare come vi siano diversi tipi di mutui a cui comunemente ci si riferisce come *subprime*. Si tratta, fra gli altri di finanziamenti erogato a soggetto il cui reddito è più basso della media rispetto al mutuo; di soggetti che non vogliono o non possono fornire le necessarie informazioni rispetto alla propria situazione patrimoniale e finanziaria; di soggetti finanziati per un importo uguale o addirittura eccedente il valore pagato per l'immobile acquisito.

²³ Si riporta che solo nel 2006 siano stati originati ben 5.2 milioni di mutui *subprime*, per un valore complessivo di oltre mille miliardi di dollari. Vedi in merito: BAR-GILL, *The Law, Economics and Psychology of Subprime Mortgage Contracts*, in America Law and Economics Association Annual Meetings, paper 47, 2008, 1.



Occorre notare, inoltre, come al crescere del numero di soggetti finanziati corrispondesse una politica sempre più permissiva nella valutazione del merito di credito di questi ultimi, a fronte di una sempre più complicata struttura degli stessi contratti. Tale struttura aveva duplice finalità.

In primo luogo consentiva un differimento dei costi per i soggetti finanziati, con un primo periodo introduttivo (generalmente non più di due anni) caratterizzato da una spesa artificialmente bassa²⁴. La scelta di differire gran parte dei costi (e la relativa percezione) dal breve al lungo termine, è stato osservato, poggiava sulla eccessiva miopia ed ottimismo dei soggetti finanziati, i quali non coglievano appieno la portata degli impegni che si accingevano ad assumere perché non ne internalizzavano immediatamente i costi²⁵. Per un soggetto razionale, infatti, due ordini di considerazioni avrebbero potuto rendere vantaggioso il tipo di contratto a costo differito:

- (i) la ragionevole aspettativa di un aumento sensibile (e quindi, verosimilmente, non dovuto al “fisiologico” avanzamento di carriera) del reddito, come avviene con la fine di percorsi formativi o professionalizzanti;
- (ii) la ragionevole aspettativa di un aumento sensibile (tale da compensare l’aumento del costo del finanziamento) del bene (immobile) finanziato. Tale aumento di valore, infatti, avrebbe reso possibile un rifinanziamento dell’immobile con un nuovo periodo (introduttivo) a basso costo e un rapporto fra importo (ri)finanziato e valore dell’immobile più vantaggioso²⁶.

²⁴ In questi periodi i soggetti finanziati pagavano solo gli interessi (*interest only*), o addirittura una quota inferiore alla maturazione degli interessi (c. d. ammortamento negativo).

²⁵ *Ibidem*, p. 3.

²⁶ Tale rapporto viene definito *loan to value* (o LTV) e influisce notevolmente sulle condizioni del mutuo erogato per l’acquisto di un immobile. Esso si calcola dividendo l’importo del finanziamento fratto il valore dell’immobile di cui è stato finanziato l’acquisto. Tanto più sale il valore dell’immobile (o tanto più alto è l’anticipo pagato per l’acquisto), quanto più si abbassa il LTV. A un LTV basso corrispondono normalmente condizioni del mutuo favorevoli. È interessante notare come prima della diffusione del fenomeno dei mutui “*subprime*” la media del LTV fosse negli USA l’80%, mentre successivamente salì al 94%.

È tuttavia dimostrato come il ricorso a finanziamenti a costo differito abbia avuto una diffusione molto maggiore di quanto giustificabile in base alle considerazioni *sub* (i) e (ii).

In secondo luogo rendeva difficile la comparazione (e la valutazione) delle condizioni applicate dall'impresa erogante, proprio a causa della grande complicazione della struttura dei contratti. Il costo del finanziamento si componeva, infatti, di numerose voci, diverse dalle rate di capitale e dai relativi interessi, alcune applicabili in differenti momenti durante la durata del finanziamento, altre dipendenti da fattori esogeni, altre ancora dal comportamento del debitore. Tali voci, che potevano giungere ad integrare fino al 20% del costo complessivo del mutuo, vengono distinte normalmente in base al fatto che nascono all'accensione del finanziamento o successivamente ad essa. Se alcune (e segnatamente quelle che sono dipendenti dal comportamento del debitore - come ad esempio penalità in caso di ritardo o di inadempimento) avevano il pregio di fare sopportare solo ad alcuni soggetti costi che non necessariamente derivano dal normale rapporto di mutuo, rendendo con ciò il finanziamento implicitamente meno costoso per gli altri, altre voci (segnatamente quelle che necessariamente derivano dall'accensione di un contratto di mutuo) avevano la sola finalità di fare passare una parte dei costi del finanziamento inosservata ai soggetti finanziati, che basavano le proprie valutazioni sulla parte del costo più tradizionale (quota capitale e interessi).

Dalla breve e frammentaria descrizione del fenomeno pare di potersi concludere che, pur con la lecita finalità di massimizzare il profitto, le imprese eroganti il credito abbiano approfittato della percezione distorta del rischio da parte dei soggetti finanziati, che non sono stati in grado di stimare le proprie effettive capacità di pagamento quando il periodo introduttivo con spese artificialmente basse fosse terminato. Le imprese hanno inoltre sfruttato la asimmetria informativa generata dalla complicazione della struttura contrattuale al fine di essere meno soggette alla pressione della concorrenza e poter applicare tassi relativamente alti ai soggetti finanziati, senza che questi ne avessero (anche a causa del periodo introduttivo) l'immediata percezione.

Difficilmente questo comportamento può essere definito etico, visto che si basa (in gran parte) su una relativa ignoranza delle controparti contrattuali e una incapacità di queste ultime di agire razionalmente come massimizzatori di utilità.

Una analisi che avesse tenuto conto anche di aspetti qualitativi, ed in particolare della allocazione della distribuzione delle risorse fra i soggetti coinvolti, avrebbe stigmatizzato un sistema nel quale le famiglie erano portate a indebitarsi ben oltre le proprie capacità di far



fronte ai relativi impegni e le conseguenze che un trasferimento di ricchezza da questi soggetti avrebbe causato a livello sociale. E ciò anche quando, come è avvenuto inizialmente, e prima del manifestarsi della crisi, la conclusione del tipo di contratti menzionati generava un trasferimento di ricchezza dai soggetti finanziati alle imprese eroganti che potesse essere considerato neutro in termini di efficienza (sia essa paretiana o di Kaldor-Hicks).

Se, infatti ci si colloca in un prospettiva di valutazione *ex ante*, appare evidente come le imprese erogatrici, grazie alla distribuzione del rischio a mezzo delle cartolarizzazioni e alla particolare struttura dei contratti di finanziamento *subprime* abbiano potuto ottenere ingenti profitti, a fronte di rischi (apparentemente) accettabili. Se immaginiamo che tali profitti siano stati almeno parzialmente suddivisi con i soggetti finanziati, nel senso di un abbassamento del costo del denaro prestato e di un ampliamento della fascia di soggetti finanziabili, allora pare lecito concludere che vi sia stato miglioramento della situazione complessiva in senso paretiano: dove qualcuno sta meglio e nessuno sta peggio.

Nell'ipotesi, invece, in cui si ritenga che le imprese erogatrici abbiano sostanzialmente abusato del loro vantaggio informativo e approfittato della limitata razionalità o capacità di massimizzare il proprio benessere dei soggetti finanziati, ponendo questi ultimi in una situazione svantaggiosa al fine di accumulare profitto a spese dei soggetti finanziati, potremmo comunque avere una situazione di efficienza in senso di Kaldor Hicks: dove qualcuno sta meglio e qualcun'altro sta peggio, ma i vantaggi di chi sta meglio eccedono gli svantaggi di chi sta peggio.

In tutti i casi è infatti ipotizzabile che si crei una distorta assegnazione di valore da parte dei soggetti finanziati alla possibilità ottenere il credito tale da ingenerare in questi ultimi la convinzione di non essere, a fronte di un finanziamento a quelle condizioni, in una posizione peggiore rispetto a quella di non ottenere il credito. È possibile che in questa percezione influisca la connotazione positiva che acquistare una casa implica per molti individui. In questi casi, dunque, i soggetti finanziati credono di "stare meglio" ottenendo un finanziamento, ma in realtà si sbagliano. Questa ipotesi, per questo, "corregge" l'assegnazione di valore fatta dai soggetti finanziati al fatto di ottenere un finanziamento tenendo conto del fatto che sono (almeno in parte) caduti (o stati tratti) in errore. Pertanto, la loro scelta di farsi finanziare non determina per loro un miglioramento, bensì un peggioramento. Tale peggioramento potrebbe comunque essere inferiore al miglioramento ottenuto dalle imprese finanziatrici nell'erogare il finanziamento.

Il presupposto delle conclusioni ora illustrate è che (almeno) le imprese eroganti abbiano agito razionalmente, quali massimizzatori del proprio benessere (*rectius*: profitto).

Tuttavia, ciò non è avvenuto e i fatti hanno dimostrato che la percezione distorta delle imprese eroganti del rischio di una crisi sistemica dovuta a un'ondata di *default* dei soggetti finanziati ha generato una sottovalutazione dei rischi connessi al finanziamento di una moltitudine di soggetti con un merito di credito basso.

Di conseguenza, le menzionate misure di abbassamento del rischio ad un livello accettabile si sono rivelate insufficienti. L'impossibilità di un grande numero di debitori di fare fronte ai propri impegni ha causato il ritorno sul mercato di una grande quantità di immobili da vendere (con una certa fretta, che sicuramente non aiuta una proficua realizzazione) in seguito a provvedimenti di esecuzione sui debiti rimasti insoluti.

L'assunto che i prezzi degli immobili avrebbero continuato a salire si è dimostrato, pertanto, errato, innescando una dinamica che ha finito per ritorcersi contro le stesse imprese erogatrici, generando quella ingente quantità di perdite, diffuse in maniera capillare alla vasta cerchia di investitori in quegli strumenti finanziari che, nati per suddividere il rischio e distribuirlo fra un pubblico quanto possibile grande, hanno finito per diffondere le perdite generate da una politica tanto inefficiente quanto iniqua.