

## Calcio mercato e mercato dei derivati\*

di Giuseppe Di Gaspare

6 dicembre 2022

Sommario: 1. Money e moneyness. – 2. Cartellini e cartolarizzazioni. – 3. Calcio mercato, leva del debito e rischio di illiquidità.

### 1. Money e moneyness

Alcuni enigmi, travolti dalla successione dei fatti, sono tuttora irrisolti. Cerchiamo almeno di metterli meglio a fuoco, considerando inizialmente le cifre. Si legge nei giornali: “in tutto il mondo ci sono solo tredicimila miliardi di dollari in monete e banconote ma centinaia di miliardi di dollari di titoli con moneyness”.

Questi titoli sono destinati, alla scadenza, comunque ad essere convertiti in moneta. Il loro volume, poi, appare estremamente volatile.

Tra giugno 2007 e giugno 2008, si passa da 516.000 mld di valore espresso in dollari dei derivati a 683.000 mld, per scendere, poi, a dicembre 2008 in piena crisi, a 591.000 mld. Salvo il recupero a partire dal 2010, che avrebbe ora portato a superare di gran lunga il volume delle transazioni precrisi.

Questa massa monetaria espressa in titoli suscettibili di essere convertiti in denaro è indicata dalla FED come M3. Dal 2005, però, la stessa FED sembra averne perso il conteggio - o, quantomeno - cessa di fornire il dato ufficiale aggregato.

Cosa significa questo stratosferico rapporto tra *moneyness* e *money*, tra quantificazione monetaria delle cartolarizzazioni ed effettiva consistenza della liquidità monetaria?

Come è mai possibile che la vertiginosa caduta del valore di questi ultimi non si sia ripercossa sull'economia reale immediatamente, con un effetto ancora più traumatico, dato che la perdita di valore è stata apparentemente di circa dieci volte superiore alla liquidità denominata in dollari in circolazione?

---

\* Estratto da G. Di Gaspare, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, Cedam, Padova, 2011, pag. 239 ss.

E in che modo il volume delle transazioni è rimbalzato nuovamente verso l'alto, arrivando a sfiorare il raddoppio già nel 2011?

Ed ancora, qual è il rapporto tra questa grandezza in valore della massa dei derivati e la ricchezza prodotta dal settore finanziario? Sarebbe per alcuni solo l'8% del PIL statunitense, mentre per altri comunque non supererebbe il 15%. La cifra appare tutto sommato modesta, a fronte di un volume di transazioni così elevato da aver raggiunto anche dieci volte il valore dell'intero PIL mondiale (CM, 2008, 180).

In altri termini, come si formano tali volumi e stime, della *moneyness*, M3, e come si definisce l'ammontare del valore dei singoli derivati - e dunque come funziona quel mercato? In che modo vengono negoziati e saldati gli scambi in titoli nel mercato OTC e come si determinano tali valori?

## **2. Cartellini e cartolarizzazioni**

Per penetrare la nebulosa del mercato dei derivati, in via di prima approssimazione, può essere utile un confronto con il mercato dei cartellini dei giocatori nel calciomercato e con il suo funzionamento.

Il punto centrale dell'analogia tra i due mercati è dato dalle modalità di quantificazione dei valori che interviene nella loro negoziazione.

Le cartolarizzazioni possono essere paragonate, nella loro struttura, ai cosiddetti cartellini dei giocatori (di calcio, di basket, ecc.). Sono, infatti, due tipologie di titoli che hanno in comune il fatto di avere valore nello specifico mercato in cui vengono trattati - e soltanto in quello, è il caso di aggiungere.

I cartellini sono titoli che attestano la disponibilità delle prestazioni di uno sportivo professionista, da parte del club che li possiede, sulla base di un contratto sottostante (ingaggio, nel gergo). I cartellini possono essere negoziati (scambiati, prestati, vincolati, dati in garanzia, ecc.) tra i club sportivi che, almeno da noi, per legge, sono società di capitali.

I passaggi dei singoli sportivi professionisti da una società ad un'altra avvengono normalmente in uno o più periodi tramite le cessioni, gli acquisiti, i riscatti dei cartellini stessi. Se guardiamo il funzionamento del mercato, è possibile constatare come le transazioni, quando comportino la cessione in contropartita dei cartellini contro altri cartellini avvengono, nello schema ipotetico semplificato, senza - o con ridotti - trasferimenti di liquidità.

Il denaro contante entra in gioco in genere per i saldi delle differenze tra i valori dei cartellini oggetto di scambio.

I passaggi nel mercato possono essere non solo bilaterali, ma anche plurilaterali, coinvolgendo più club nella stessa operazione con una pluralità di cartellini, che vengono girati dalle società sportive con successivi passaggi tra loro.

Può essere utile un esempio semplificato. Un ipotetico professionista A, il cui cartellino è stimato 40, viene ceduto in cambio di B e C, il cui valore congiunto, sempre nel calcio mercato, è di 35. In questo ipotetico scambio, solo la differenza 5 verrebbe liquidata in moneta *cash*.

A differenza dei cartellini, però, il saldo liquidato in moneta ha valore e circola, pertanto, anche fuori da quel mercato, nell'economia reale. La società con la liquidità incassata paga i compensi degli intermediari, dei calciatori, dei dirigenti e fa, in genere, fronte ai costi della macchina organizzativa del club.

### **3. Calcio mercato, leva del debito e rischio di illiquidità**

A questo punto, anche nel calcio mercato entra in gioco la contabilità.

Se le società sono autorizzate ad iscrivere nelle poste all'attivo del bilancio i cartellini valutati sulla base di quelle transazioni (una specie di *mark to market*), il prezzo registrato nello scambio costituisce il valore dell'*asset* in portafoglio alla società. La trascrizione dei valori dei cartellini nelle poste in bilancio consente, perciò, incrementando la consistenza patrimoniale delle società, di acquisire ulteriore liquidità attraverso indebitamenti ed esposizioni altrimenti impossibili, per assenza di garanzia patrimoniale.

Insomma, in una parola, la contabilizzazione fa crescere la leva del debito.

Come si vede, anche la stima del valore del cartellino può produrre effetti nella realtà economica, tramite la trascrizione del relativo valore a bilancio, quando legalmente ammessa, in quanto consente alla società sportiva di acquisire liquidità indebitandosi verso le banche.

L'analogia con il calciomercato ci permette di capire meglio il carattere relativo del valore di quei titoli.

I cartellini, infatti, non sono monetizzabili al di fuori del calciomercato. Se si cercasse di venderli, nessuno saprebbe che farne. Possono essere acquistati e "spesi" solo in quel mercato.

Si tratta quindi di valore, se non proprio fittizio, quantomeno convenzionale, che al di fuori dello specifico mercato, non è traducibile in moneta contante in quanto risulterebbe sprovvisto di qualsiasi valore.

Normalmente non c'è però ragione, per chi possiede i cartellini, di uscire da quel mercato se, e fino a quando, la liquidità che entra ed esce dal settore rimane in equilibrio.

Tutto il sistema dei valori poggia in definitiva sul *cash flow* derivante dagli incassi delle partite, dalla pubblicità, dalla cessione dei diritti televisivi, dagli *sponsor*, nonché dall'indebitamento contratto con le banche sulla base dei valori iscritti al patrimonio della società di calcio in base al valore dei cartellini dei giocatori formatosi nello scambio dei e tra cartellini.

Se improvvisamente, la liquidità esterna che alimenta il calcio mercato venisse meno, tutte le società di calcio sarebbero inevitabilmente costrette a liquidare il loro patrimonio.

Un'offerta di cartellini, in assenza di contropartite, renderebbe manifesta l'illiquidità del mercato e farebbe precipitare il loro valore. Anche a bilancio, l'azzeramento del patrimonio renderebbe allora ingestibile lo squilibrio tra debiti contratti su quella base patrimoniale fittizia e la drastica svalutazione del patrimonio sociale, e determinerebbe il fallimento delle società.

Anche in questo caso, mentre lo sgonfiamento dei valori rimarrebbe fenomeno interno al calcio mercato, il fallimento sarebbe invece una conseguenza reale e le società sarebbero perciò messe in liquidazione, ma per importi collegati all'indebitamento effettivamente contratto verso i fornitori e i finanziatori dei club in primo luogo le banche creditrici. Ed in effetti, appare del tutto evidente che, al fuori dello specifico mercato, nessuno sarebbe tentato di comprare cartellini, in quanto non sarebbe possibile realizzarne il presunto valore.

Fuori dai campi di calcio e dal calciomercato il sotteso valore d'uso dei giocatori svanisce.

Dal punto di vista dell'economia reale, la dissoluzione del valore dei cartellini apparirebbe come la distruzione di valori illusori, come illusoria ne era stata la creazione.

L'impatto sull'economia reale sarebbe, perciò, più basso della distruzione dei valori fittizi che si realizzerebbe all'interno del sistema calcio mercato. Nella realtà economica, la perdita apparirebbe correlata essenzialmente allo sgonfiamento del giro di affari collegato, alla riduzione del flusso di cassa precedentemente ivi canalizzato, agli effetti sulla occupazione e dall'indotto.