

Dipartimento di *Impresa & Management*
Cattedra di *Economia dei Mercati e degli Intermediari*
Finanziari

La “crisi dei *subprime*” nell’ottica di pochi visionari

Relatore

Prof. Alfredo Pallini

Candidato

Giuseppe Junior Mancini

Matricola

221041

Anno accademico **2019/2020**

INDICE

Introduzione	4
Capitolo 1 – Le cause della crisi finanziaria	5
1.1 – <i>La politica monetaria della FED</i>	5
1.2 – <i>Boom and Bust: Credit boom & Credit crunch</i>	9
1.3 – <i>Innovazione finanziaria</i>	13
1.4 – <i>Asimmetrie informative</i>	21
1.5 – <i>Le agenzie di rating</i>	25
1.6 – <i>Evoluzione del mercato immobiliare</i>	30
1.7 – <i>Deregulation</i>	33
1.8 – <i>American dream</i>	36
Capitolo 2 – Gli investitori che hanno previsto la crisi finanziaria	38
2.1 – <i>Michael Burry</i>	39
2.2 – <i>Steve Eisman</i>	49
2.3 – <i>Jamie Mai e Charlie Ledley</i>	57
Conclusione	66
Bibliografia	68
Sitografia	69

Introduzione

Scegliere di trattare un argomento ostico come la crisi finanziaria del 2008 non è stato semplice, data la complessità di questo tema e in virtù della doverosa delicatezza, nonché della discrezione con cui occorre affrontarlo, avendo questa crisi portato con sé una nube infinita di negatività, fatta di tenebre e distruzione e manifestatasi attraverso fallimenti, licenziamenti ed anche suicidi.

Tal disastro rappresenta il periodo più oscuro ed indefinito del Secondo Millennio, a livello economico e finanziario: inoltre, pur originando negli Stati Uniti, essa ha oltrepassato i confini del continente americano riversandosi ed influenzando negativamente la maggior parte delle economie mondiali. Alcune di esse, nel 2020, ancora ne pagano le conseguenze, evidenziando, dunque, la portata spaventosa di tale crisi.

Tuttavia, il seguente elaborato cerca di effettuare un'analisi più logica che tecnica degli eventi verificatisi prima, durante e dopo la crisi e delle cause che hanno potuto inficiare il funzionamento del sistema finanziario, compromettendone l'integrità.

Ma lo fa analizzando questo tragico evento da una prospettiva diversa: dapprima ne studia i presupposti, l'elaborazione, la costituzione e lo sviluppo, in seguito mette a fuoco il punto di vista di chi, prevedendo che si sarebbe verificato, l'attese con trepidazione. Quindi, non si parlerà di persone che si sono trovate immerse nella crisi senza aspettarselo, ma di persone coscienti di ciò che sarebbe accaduto e consapevoli dell'impossibilità di evitarlo.

Infatti, seguendo quest'impostazione, la trattazione si sviluppa essenzialmente in due capitoli, che affrontano in maniera approfondita due macro argomenti: il primo espone le cause effettive e potenziali che hanno contribuito e dato origine al crollo dell'economia e del sistema finanziario; il secondo analizza i profili di un gruppo ristretto di "investitori visionari", i quali si sono rivelati in grado di guardare oltre e di non soffermarsi su ciò che la gente comune e l'opinione pubblica custodiva gelosamente come convinzione.

In entrambi i capitoli si adotta un approccio quanto più possibile oggettivo e veritiero, lasciando spazio solo al soggettivismo ed alle opinioni dei protagonisti del secondo capitolo, che in realtà sono i protagonisti di questa tesi di laurea triennale: essi rappresentano il filo conduttore dell'intero elaborato e quest'ultimo nasce proprio come frutto della volontà di raccontare l'esperienza di una nettissima minoranza di uomini i quali, come gocce nell'oceano, sono riusciti a distinguersi e a trovare la forza di non lasciarsi travolgere da uno *tsunami* finanziario eguagliabile soltanto alla crisi del '29.

Sulla base di queste premesse, la crisi non viene considerata come tale a tutti gli effetti, ma viene vista come una "grande occasione", unica nella vita, per effettuare un investimento al ribasso ultra proficuo, attraverso il quale pochissimi uomini riescono a volgere a proprio favore una situazione disastrosa, ottenendo benefici economici e trovando del buono laddove è difficile trovarne.

Capitolo 1 – Le cause della crisi finanziaria

Alla cosiddetta “crisi dei *subprime*” non si è certamente giunti d’improvviso, senza che vi fosse un elemento scatenante, o meglio, in base al caso specifico, senza che vi fossero diverse cause incriminate. Essa si è rivelata come il prodotto scadente di una commistione infruttuosa, anzi nociva, di condizioni che, sviluppandosi nel tempo e finendo per progredire in parallelo, hanno messo in luce l’instabilità di un mercato e la fallibilità di un’economia che fino a quel momento non sembrava dare segni di squilibrio: al contrario, la sua crescita esponenziale era sufficiente a giustificare l’entusiasmo che assaliva gli individui operanti nel mercato.

Come anticipato, più di una sono state le cause che hanno reso possibile un simil disastro economico-finanziario. In questo capitolo, esse verranno analizzate in un ordine cronologico e concettuale, al fine di mettere insieme i pezzi di questo grande puzzle chiamato “Grande Recessione”.

1.1 – *La politica monetaria della FED*

All’inizio del secondo millennio è venuto alla luce un nuovo fenomeno, una bolla speculativa nel mercato azionario, che è passata alla storia come “Dot-com Bubble” o “Bolla delle Dot-com”, dal nome delle società di servizi¹ che furono al centro di questo disastro economico. Tali società esercitavano la propria attività nel campo dell’informatica e del digitale, con Internet che in quel periodo rappresentava la scoperta più importante del nuovo secolo. Iniziava l’era della *New Economy*². Negli anni Novanta, infatti, lo sviluppo di

¹ Impresa commerciale che opera prevalentemente o esclusivamente per via telematica. L’espressione è tratta dalla lettura inglese della locuzione ‘.com’ (dot «punto» e com, abbreviazione di commercial «commerciale»), con la quale vengono contrassegnati gli indirizzi internet delle imprese che svolgono attività commerciale telematica. (Fonte: Treccani)

² L’insieme dei fenomeni economici, ma anche sociali e culturali, associati all’impetuoso sviluppo delle tecnologie dell’informazione e delle comunicazioni (ICT, Information and Communications Technology), che ha caratterizzato l’ultimo scorcio del 20° secolo. L’espressione è impiegata nel linguaggio dei mezzi di comunicazione di massa, ma

un gran numero di società di piccole dimensioni in un ambito che era oggetto di attrazione di tutti ed in cui la fiducia era altissima, suggeriva che esse potessero prosperare incessantemente e generare utili; ma, questo pensiero era semplicemente frutto dell'entusiasmo dell'investitore, non vi era alcun ragionevole fondamento a sorreggerlo. Le classiche e routinarie operazioni di analisi finanziaria di una società, improntate sulla valutazione quantitativa di determinati parametri, furono totalmente soppiantate da una stima puramente soggettiva degli investitori, facente leva su un'idea di massa, che identificava queste società come simbolo di modernità e che non vedeva altro che un futuro roseo di crescita smisurata per le stesse.

L'omissione di una valutazione tecnica si rivelò un errore decisivo, perché consentì agli investitori di trascurare aspetti importanti; la maggior parte di queste Dot-com non generava profitto e molte, disorganizzate a livello aziendale, non avevano neppure un piano operativo ben delineato. Sull'onda dell'euforia, gli operatori del mercato iniziarono ad investire ingenti quantità di denaro per accaparrarsi fette di società e questo, visto l'andamento e l'impennata dei prezzi, li premiò nel breve periodo, ma quando nel Marzo del 2000 giunse il momento cruciale della pubblicazione dei bilanci, ecco che questi investimenti si rivelarono un flop nel medio-lungo periodo: i profitti erano di gran lunga inferiori alle aspettative, o persino nulli. Dinanzi a tale situazione, gli investitori compresero la portata della sopravvalutazione delle Dot-com ad opera dei migliori esperti e si scatenò una corsa al disinvestimento (*panic selling*)³, quindi una vendita repentina di questi titoli. Dunque, i prezzi delle azioni di queste società prima crebbero in maniera spropositata, fino a che il 10 Marzo 2000, l'indice NASDAQ⁴ toccò il suo massimo a 5132.52.

anche in contesti più tecnici e specializzati. In termini più generali si può parlare del sorgere di una n. ogniqualvolta l'introduzione e la diffusione di nuove tecnologie determinino cambiamenti profondi a livello economico e sociale, con una conseguente accelerazione della crescita della ricchezza, della produttività, dello sviluppo sociale, e la trasformazione degli stessi modi di vita. In tal senso, innovazioni come la macchina a vapore, il motore a scoppio, il telegrafo, il telefono ecc. hanno dato vita a una new economy. (Fonte: Treccani)

³ Il *panic selling* è una massiccia vendita, su larga scala, di strumenti finanziari che causa rapidi ed estesi crolli di valore. Nel *panic selling* gli investitori vogliono letteralmente disfarsi delle loro posizioni senza tenere in considerazione il prezzo, poiché l'imperativo è uno solo: limitare i danni! Il problema del *panic selling* è che spesso l'emozione e la paura giocano un ruolo primario nella scelta di uscire da una posizione e manca quindi di ogni forma di razionalità, se il *panic selling* è inserito in un trend ribassista già in atto ed esteso solitamente è l'ultima fase ribassista prima di un'inversione del trend al rialzo. La vendita su larga scala e a qualsiasi prezzo porta a tracolli delle quotazioni con violente oscillazioni dei prezzi che i mercati finanziari cercano di limitare usando dei meccanismi di sicurezza come, per esempio, la sospensione delle contrattazioni per eccesso di ribasso. (Fonte: Wikipedia)

⁴ NASDAQ, acronimo di National Association of Securities Dealers Automated Quotation (lett. "Associazione nazionale degli operatori in titoli con quotazione automatizzata") è il primo esempio al mondo di mercato borsistico elettronico, cioè di un mercato costituito da una rete di computer.

Poi però, furono sufficienti pochi giorni per toccare con mano ciò che avrebbe portato in breve tempo all'estinzione di numerose Dot-com; difatti, il 15 marzo 2000 l'indice aveva già perso circa 9 punti percentuali, arrestandosi ad una quotazione pari a 4580. Questo declino continuò fintanto che il 10 Ottobre 2002 toccò la quota minima di 1108.49: il che, nel 2004, condusse inevitabilmente alla scomparsa dal mercato del 50% delle Dot-com attive nel 2000.

Per far fronte a questa catastrofe finanziaria, negli anni immediatamente successivi al collasso di questa bolla la *Federal Reserve System*, all'epoca guidata da Alan Greenspan, ha portato avanti una politica monetaria espansiva; essa ha, quindi, immesso liquidità all'interno del sistema, attraverso un notevole abbassamento del livello dei tassi di interesse⁵, al fine di rimettere in circolo l'economia statunitense.

Infatti, nel Luglio del 2000 si registrava un tasso pari a 6.54%, ma, successivamente, grazie all'intervento della FED, l'*Effective Federal Funds Rate* è gradualmente sceso fino a toccare in quegli anni un minimo equivalente allo 0.98%, precisamente nel Dicembre del 2003, come si può notare nel grafico sottostante.

Una politica di questo genere però, messa in campo dalla “banca centrale” degli Stati Uniti, da un lato ha come obiettivo la stabilità dei prezzi e in generale la ripresa ed il miglioramento dell'economia, garantendo una diminuzione del costo del denaro, permettendo l'aumento della spesa degli individui e riducendo la disoccupazione; dall'altro può creare le condizioni ottimali, se mal gestita, affinché maldestri operatori di mercato, il cui unico obiettivo è la speculazione, perseguano il proprio fine.

Nel primo lustro del Duemila, infatti, è accaduto proprio questo: la policy della FED ha facilitato l'accesso al credito, estendendolo a tutti i consumatori, anche a chi meno ne aveva diritto, generando un conseguente eccesso di indebitamento; questo meccanismo ha alimentato una spirale negativa di ambizione e di avidità, al cui centro si trovavano principalmente banche ed intermediari finanziari.

La sede si trova a Times Square. Il NASDAQ è, essenzialmente, l'indice dei principali titoli tecnologici della borsa americana; vi sono anche quotate compagnie di molteplici settori, tra cui quelle informatiche come Microsoft, Cisco Systems, IBM, Apple, Google, Yahoo, Facebook e Amazon.

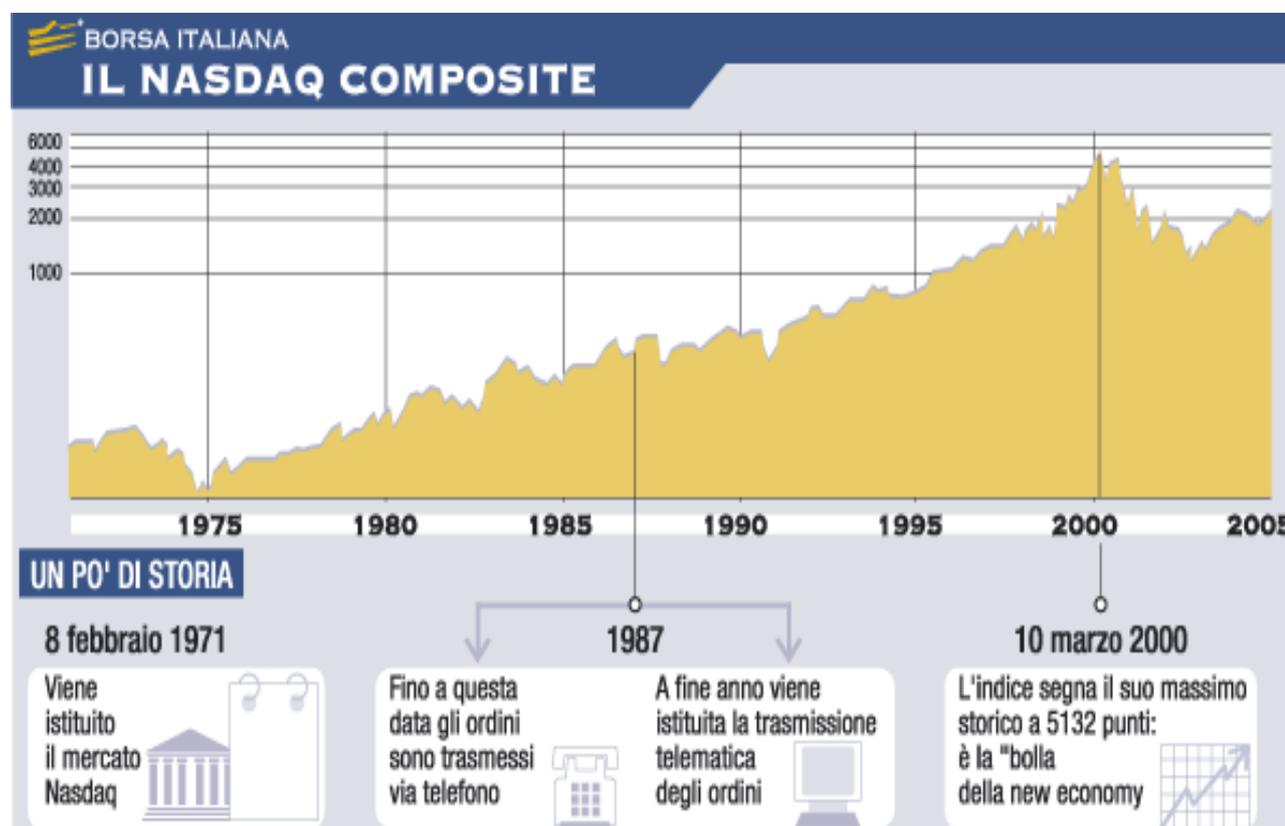
Il nuovo gruppo borsistico è stato istituito a New York il 5 febbraio 1971. Fino a qualche anno fa il Nasdaq è stato caratterizzato da una forte volatilità, dovuta al boom della cosiddetta New Economy. (Fonte: Wikipedia)

⁵ Le banche centrali sono istituti di emissione di diritto pubblico che si occupano di gestire la politica monetaria dei Paesi o delle aree economiche che condividono la medesima moneta come forma di pagamento. Si definisce espansiva una politica monetaria che, attraverso la riduzione dei tassi di interesse, voglia stimolare l'offerta di moneta delle banche alle imprese, e quindi gli investimenti e la produzione di beni e servizi. (Fonte: Wikipedia)

Per essere più specifici, i tassi di interesse erano stati portati ai minimi storici, ma non solo: erano stati finanche mantenuti sotto il livello ottimale, quindi fuori dal punto di equilibrio per circa due anni. Questo inevitabilmente portò ad un eccesso di liquidità, di conseguenza scorse l'esigenza di ripristinare l'equilibrio tra domanda ed offerta di moneta.

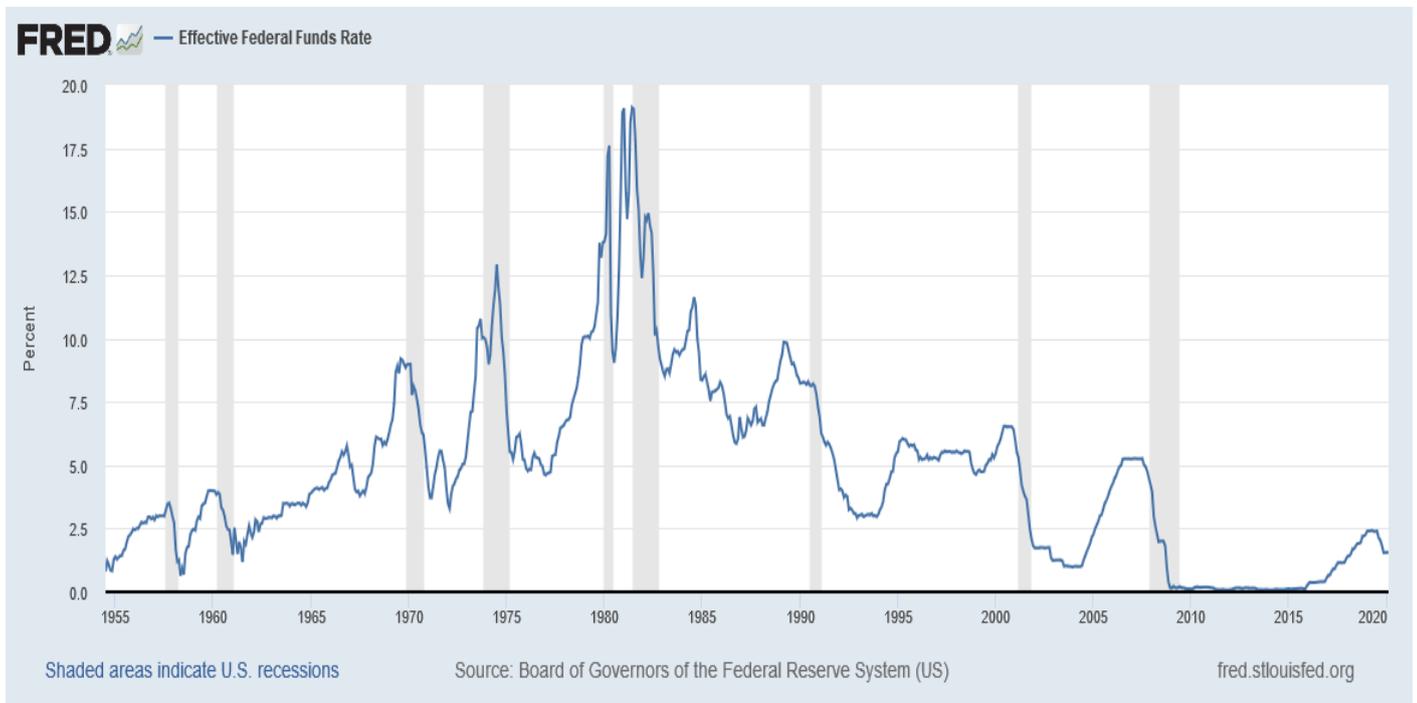
Quindi, in seguito a ciò, la situazione si ribaltò: l'economia era sì tornata a crescere, ma a farne le spese fu proprio il denaro, che circolava in quantità ingenti, pertanto, per evitare ripercussioni sul valore della moneta, la FED si vide obbligata ad alzare i tassi d'interesse, in modo da ridurre l'offerta di moneta. Ma quest'azione ebbe degli "effetti collaterali" sulla solvibilità di milioni di persone, che erano riuscite ad ottenere un mutuo.

Una politica monetaria di questo genere, a mio avviso, è alquanto riduttivo definirla "espansiva", piuttosto mi verrebbe da attribuirle una locuzione del tipo "smodatamente accomodante", proprio per sottolineare la mancanza di controllo e la poca accuratezza nella gestione della liquidità da immettere nel sistema: per queste ragioni, appare evidente che le politiche attuate dalla *Federal Reserve System* e le loro dinamiche intestine rappresentino in buona parte una delle diverse cause che hanno favorito la maturazione della più sconvolgente crisi dell'ultimo quarto di secolo.



Variazioni del NASDAQ Composite Index

Fonte: <https://www.borsaitaliana.it/>



Variazione tassi di interesse statunitensi

Fonte: <https://fred.stlouisfed.org/>

1.2 – *Boom and Bust: Credit boom & Credit crunch*

In primo luogo, è necessario premettere che le tre tematiche presenti nel titolo ed oggetto di questo paragrafo sono fenomeni che, almeno nella metà dei casi, preannunciano lo scoppio di una crisi che, seppur di non grandi dimensioni, non è da sottovalutarsi.

Con l'espressione *Boom and Bust* si indica una situazione economica che prevede dapprima un andamento crescente regolare, una rapida ascesa e poi un drastico movimento al ribasso, caratterizzato da un vero e proprio crollo improvviso: tale locuzione può essere utilizzata indistintamente con riferimento ai prezzi di determinati titoli azionari, all'andamento macroeconomico di un paese od all'erogazione del credito.

E così, quando l'oggetto della discussione è il credito, ecco che entrano in gioco ulteriori due concetti originanti proprio dal *Boom and Bust*: il *Credit boom* ed il *Credit crunch*⁶.

Il primo indica un processo che si esplica attraverso una veloce espansione dell'erogazione del credito; il secondo, equivalente all'italiano "stretta creditizia", evidenzia il funzionamento del processo inverso, cioè un meccanismo di restrizione dell'offerta di credito da parte degli intermediari finanziari nei confronti della clientela.

Sovente un'espansione incontrollata del credito seguita da una stretta creditizia genera una situazione di grande instabilità, ma questa condizione non rappresenta altro che la punta di un iceberg alla cui base si trova tutto ciò che non ha funzionato precedentemente. Difatti, si arriva al *credit crunch* quando banche ed istituti di credito, dopo un periodo più o meno lungo di erogazione di prestiti e mutui inappropriati, quindi a debitori inaffidabili, si rendono conto di dover limitare i danni in modo da evitare che il numero di crediti potenzialmente inesigibili aumenti. Questo è esattamente quello che è successo nei primi anni del 2000.

Si è giunti ad una contrazione del credito, quando le banche si accorsero che, essendosi spinte troppo in avanti, rischiavano di cadere nel vuoto, rischiavano di fallire, ma purtroppo era troppo tardi e questo accadde ugualmente.

Negli Stati Uniti, con i mutui *subprime* si è assistito ad un esercizio del credito fortemente superficiale e poco regolamentato: la politica monetaria espansiva attuata dalla FED, permettendo una sostanziale diminuzione dei tassi d'interesse, ha posto le basi per l'inizio di un'attività speculativa operata dagli intermediari finanziari. Era nell'interesse di costoro persuadere i privati investitori, ma non solo, anche la gente comune a richiedere un prestito o ad accendere un mutuo. Per "gente comune" si intendono tutte quelle famiglie che in precedenza, non avendo un reddito alto, trovavano difficoltà ad instaurare rapporti finanziari con le banche.

⁶ Termine inglese che indica una restrizione dell'offerta di credito da parte degli intermediari finanziari (in particolare le banche) nei confronti della clientela (soprattutto imprese), in presenza di una potenziale domanda di finanziamenti insoddisfatta. Il c. c. si manifesta principalmente con il rifiuto di concessione del credito, ovvero mediante aumento dei tassi di interesse e delle condizioni applicati, o in genere irrigidendo i criteri di valutazione del merito creditizio. Molteplici possono esserne le cause: carenza di liquidità da parte dei potenziali concedenti, loro scelte strategiche, interventi delle autorità monetarie, mancanza di fiducia diffusa e altre ancora. La conseguenza principale del c. c. (se attuato nei confronti delle imprese) è essenzialmente la riduzione del flusso di finanziamento ai settori produttivi, che determina un calo degli investimenti e quindi della crescita economica. (Fonte: Treccani)

Furono davvero tanti i mutui ad alto rischio concessi dagli istituti di credito, riportiamo un po' di dati: tra il 2001 ed il 2006 il valore dei mutui *subprime* triplicò. Nel 2001 la totalità di mutui erogati equivaleva a 2.215 miliardi di dollari, con i *subprime* che avevano un'incidenza dell'8.6%, pari a 190 miliardi.

Entro il 2003 queste cifre quasi raddoppiarono, sfiorando i 4000 mld per i complessivi e raggiungendo quota 335 per quelli ad alto rischio. Ma, come si evince dalla tabella sottostante, già nel 2004 vi fu un ridimensionamento totale, con una riduzione dei valori quasi pari al 50%, dovuta all'inizio dell'innalzamento dei tassi di interesse; di contro, l'incidenza dei *subprime* subì una forte impennata. In seguito queste cifre si stabilizzarono, ma solo per quanto riguarda i mutui complessivi, infatti i *subprime* continuarono a crescere raggiungendo un livello di ponderazione sui prestiti americani pari al 20%. Un quinto dei mutui americani, quindi, era fortemente a rischio, e quando persiste una percentuale di fallibilità così elevata il disastro economico-finanziario è dietro l'angolo.

	Mutui (mld \$)	Mutui <i>subprime</i> (mld \$)	Peso (%)
2001	2.215	190	8,6
2002	2.885	231	8,0
2003	3.945	335	8,5
2004	2.920	540	18,5
2005	3.120	625	20,0
2006	2.980	600	20,1

Il valore dei mutui erogati negli Stati Uniti tra il 2001 ed il 2006

Fonte: <https://www.insidemortgagefinance.com/>

E allora, una delle motivazioni, per cui è scoppiata la crisi del 2008, è stato lo scriteriato soddisfacimento della domanda di credito derivante dai consumatori, perché in una situazione simile chiunque poté indebitarsi per ragioni differenti, dai più ricchi ai meno abbienti. Ma tutto ciò si è rivelato come un *boomerang*, come un macigno scagliato addosso alle classi più povere, le quali non avevano gli strumenti per attutire il colpo.

A questa forte domanda di credito, le banche risposero con l'emissione di mutui e prestiti a beneficio di tutte le classi sociali. I mutui, però, al centro dell'attenzione erano i cosiddetti “*subprime*”⁷, indirizzati a quelle categorie di prenditori meno affidabili, che non avevano redditi in grado di sostenere l'accensione di un prestito.

D'altra parte questi mutui non erano totalmente scoperti, anzi a loro tutela veniva posta una garanzia reale, che in tutti i casi era rappresentata dalla casa di proprietà dei debitori, per l'acquisto della quale venivano richiesti soldi in prestito.

Quindi, nei primi anni del 2000, questi “mutui secondari” vennero erogati a favore di innumerevoli mutuatari statunitensi, poiché molti erano a tasso variabile o misto (metà fisso e metà variabile) ossia erano collegati al tasso d'interesse deciso dalla FED, che in quel periodo si trovava a ridosso dell'1%.

Dunque, dinanzi ad una tale opportunità di investimento, faceva gola a molti la possibilità di prendere in prestito denaro a basso costo, corrispondendo rate mensili facilmente sostenibili. Ma questo fu vero soltanto per i primi anni, perché negli anni a venire i tassi di interesse iniziarono inevitabilmente a crescere, e con essi di conseguenza le rate del mutuo.

Di fronte ad una situazione simile i *subprimers*, vedendosi in difficoltà, non riuscendo a sostenere più quella spesa mensile, iniziarono ad essere insolventi e questo portò le banche a rifarsi sulle case di proprietà di costoro: queste venivano pignorate e rivendute su un mercato che continuava a crescere.

Ma quando gli insolventi aumentarono esponenzialmente, le banche si accorsero che le case pignorate diventavano man mano insufficienti a coprire il credito di cui erano titolari, perché in virtù delle numerose insolvenze il mercato immobiliare, ormai saturo, stava iniziando a dare segni di cedimento: allora gli stessi intermediari decisero di contrarre l'erogazione del credito, dando inizio ad un periodo di “stretta creditizia”, in modo da evitare che le perdite che avevano colpito le stesse banche peggiorassero.

⁷ I *subprime* sono prestiti o mutui erogati a clienti definiti “ad alto rischio”. Sono chiamati prestiti *subprime* perché a causa delle loro caratteristiche e del maggiore rischio a cui sottopongono il creditore sono definiti di qualità non primaria, ossia inferiore ai debiti primari (*prime*) che rappresentano dei prestiti erogati in favore di soggetti con una storia creditizia e delle garanzie sufficientemente affidabili. (Fonte: Borsa Italiana)

Questa manovra fu necessaria, perché, in linea generale, quando un istituto finanziario va incontro a delle perdite è prassi che aumenti i tassi di interesse, in modo da aumentare il costo del denaro e scoraggiare l'accesso al credito. Quindi, esso decide di non prestare più denaro, a causa di perdite sofferte in precedenza.

Ma la conseguenza più comune di una stretta creditizia è un periodo di depressione, una recessione prolungata, o una ripresa più lenta. Fasi che possono portare con sé problemi ben più grandi come il fallimento delle istituzioni finanziarie, una crescita, come già accennato, più lenta, un aumento della disoccupazione, ma soprattutto gravi ripercussioni a livello pubblico, con l'emergere di disordini e tensioni sociali, legati all'incertezza e alla sfiducia verso il futuro finanziario.

1.3 – *Innovazione finanziaria*

L'innovazione finanziaria è un argomento che, sebbene positivo, in quanto sinonimo di novità, può rivelarsi come un tema *double face*.

Essenzialmente, si ha innovazione finanziaria quando in un'economia vengono sviluppati nuovi prodotti e nuovi servizi finanziari, ad esempio nuove tipologie di prestiti od altre categorie di prodotti finanziari: questi possono promuovere uno sviluppo ed una veloce espansione dell'economia, distinguendosi come forza in grado di garantire l'efficienza del sistema finanziario.

Nell'ambito della crisi dei "mutui *subprime*", l'innovazione finanziaria ha giocato un ruolo fondamentale per quanto riguarda il mercato dei mutui ipotecari, perché non si è limitata ad introdurre un prodotto finanziario, ma ha finito per diventare simbolo del cambiamento dell'intera infrastruttura finanziaria.

Certamente, al centro di tutto si pone un meccanismo che, noto come cartolarizzazione⁸ (in inglese

⁸ La legge 30/04/1999 n.130 " Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti " pubblicata nella Gazzetta Ufficiale n. 111 del 14 maggio 1999 regola le modalità, i requisiti dei partecipanti e dei crediti ai fini della c.d. cartolarizzazione. Essa si struttura nel seguente modo:

“*securitization*”), è stato per molti in quegli anni la soluzione ai possibili ostacoli che il sistema finanziario era in grado di porre dinanzi. La cartolarizzazione, formalmente, è un procedimento mediante il quale strumenti finanziari non trasferibili vengono trasformati in altri strumenti finanziari trasferibili, attività per definizione illiquide vengono trasformate in attività liquide, quindi viene garantita la negoziabilità di questi strumenti. Vi sono diversi soggetti protagonisti: innanzitutto, vi è *l’originator*, sovente una banca, che, dopo aver raccolto sul mercato un numero rilevante di crediti (rappresentati in questo caso dagli interessi sui mutui), trasferisce tali attività ad un secondo soggetto, ossia una società veicolo (SPV – *Special Purpose Vehicle*)⁹, la quale emetterà delle obbligazioni sul mercato, che verranno sottoscritte dagli investitori, in modo da poter reperire il denaro sufficiente all’acquisizione dei suddetti crediti.

Il diritto a ricevere la corresponsione degli interessi sui mutui e la restituzione del capitale, da quel momento sorgerà, quindi, in capo a tale società. Le obbligazioni emesse dalla società veicolo sono suddivise in classi di *rating*, pertanto divise in “tranche”, con un ordine che va dalla meno rischiosa e meno redditizia alla più rischiosa e redditizia. In base a tale ordine, le tranche si distinguono in tranche *senior*, tranche *mezzanine* e tranche *equity*. Questa suddivisione è utile ai fini dell’attribuzione delle obbligazioni in termini di distribuzione del rischio: infatti, investitori poco propensi al rischio sottoscriveranno tranche *senior*, investitori mediamente propensi al rischio sottoscriveranno tranche *mezzanine*, mentre investitori altamente propensi al rischio sottoscriveranno tranche *equity* (solitamente non negoziate sul mercato, perché col massimo grado di rischio,

Art. 1. (Ambito di applicazione e definizioni)

Art. 2. (Programma dell’operazione)

Art. 3. (Società per la cartolarizzazione dei crediti)

Art. 4. (Modalità ed efficacia della cessione)

Art. 5. (Titoli emessi a fronte dei crediti acquistati)

Art. 6. (Disposizioni fiscali e di bilancio)

Art. 7. (Altre operazioni)

Art. 7.1 (Cartolarizzazione di crediti deteriorati da parte di banche e intermediari finanziari)

Art. 7 bis (Obbligazioni bancarie garantite)

Art. 7 ter (Norme applicabili)

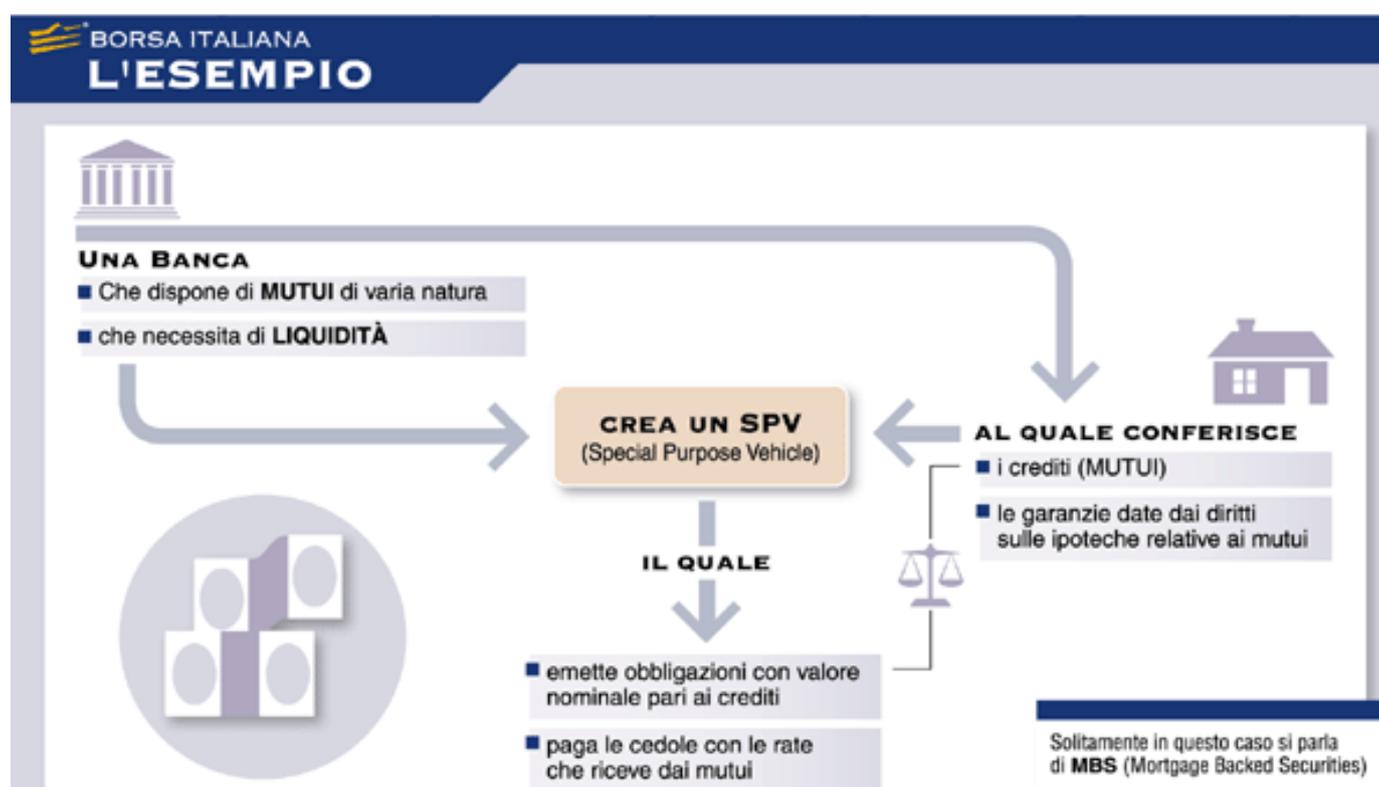
Art. 7 quater (Cessione di ulteriori crediti e titoli)

(Fonte: Gazzetta Ufficiale)

⁹ È una società specializzata che in un’operazione di *securitization* si rende cessionaria di gruppi di crediti omogenei che deve destinare in via esclusiva al servizio di titoli che essa stessa (o un altro soggetto) emette per finanziare l’operazione negoziandoli sul mercato. Si dice che i titoli sono *backed* (coperti) dalle attività finanziarie cedute. Ciò che importa è che la società SPV sia giuridicamente indipendente, nel senso che sia in grado di valutare e di decidere autonomamente l’operazione e che sia veramente “*special purpose*”, cioè anche professionalmente specializzata in questo tipo di operazioni.

vengono sottoscritte direttamente dalla società *originator*). Sovente è possibile trovare anche tranches super senior, che presentano il minor grado di rischio e sono le prime ad essere pagate in caso di insolvenza. Pertanto, i pagamenti ricevuti dai prenditori di mutuo permetteranno allo SPV di pagare gli interessi passivi sulle obbligazioni emesse.

Questo meccanismo consente alle banche di disfarsi ad esempio dei mutui erogati, rivendendoli a terzi, e recuperando una buona parte del credito, che, in caso contrario, avrebbe recuperato solo alla scadenza del mutuo: consente alle banche di passare dal modello di business tradizionale OTH (*Originate To Hold*) a un nuovo modello OTD (*Originate To Distribute*), attraverso cui scorporare dal bilancio i prestiti erogati, impacchettarli e cederli a terzi sul mercato, mediante un SPV. Ma soprattutto prevede una ripartizione del rischio più ampia, precisamente chi vende il credito cessa di esporsi al rischio di insolvenza: in precedenza, poiché ci voleva del tempo per rimborsare un mutuo, chi lo concedeva si preoccupava di controllare accuratamente l'affidabilità del prenditore; con questo nuovo sistema di cose, invece, pur di riempire questi titoli, venivano erogati mutui in maniera sfrenata e non era più rilevante sapere se il mutuatario potesse o meno ripagare il debito.



Il procedimento di cartolarizzazione

Fonte: <https://www.borsaitaliana.it/>

Ed è per questo che nei primi anni del 2000, anche grazie alla possibilità di cartolarizzare, sorge una nuova tipologia di mutui: se prima questi venivano erogati soltanto a prenditori con un rischio di insolvenza minimo (*prime*), in quegli anni fu introdotta una categoria di prestiti idonea a finanziare anche classi di prenditori più rischiose (*subprime*), a patto che fosse possibile attribuire a ciascuna di queste famiglie il cosiddetto FICO score¹⁰. Questi mutui cosiddetti *subprime* erano quindi destinati ad individui privi di garanzie necessarie, erano stati creati appositamente per coloro che in passato avevano maturato uno scarso merito creditizio, con redditi anche al di sotto della media, i cosiddetti NINJA¹¹.

Nello specifico i *subprime* si configurano come prestiti ad alto rischio, a causa delle loro caratteristiche e del maggiore rischio sopportato dal creditore, prestiti di seconda classe, prestiti di serie B, perché non sufficientemente garantiti e perché elargiti a favore di soggetti non abbastanza affidabili. In aggiunta a ciò, una delle caratteristiche di questi è il legame con i tassi d'interesse stabiliti dalle banche centrali, difatti si diffusero maggiormente mutui che prevedevano un tasso fisso nel primo periodo ed un tasso variabile per il resto del tempo. Un *iter*, quindi, che prevedeva il pagamento di rate via via crescenti e che finì per essere la causa delle numerose insolvenze di famiglie incapaci di sostenere tassi sempre più alti.

Lo strumento alla base del processo di cartolarizzazione è l'ABS (*Asset Backed Security*). Forte è la somiglianza di questo strumento con una semplice obbligazione, poiché entrambi pagano cedole a scadenza stabilite sulla base di tassi di interesse fissi o variabili. La sola differenza è che gli ABS prevedono un legame

¹⁰ Un punteggio FICO è un tipo di punteggio di credito creato dalla Fair Isaac Corporation. I finanziatori utilizzano i punteggi FICO dei mutuatari insieme ad altri dettagli sui loro rapporti di credito per valutare il rischio di credito e determinare se elargire o meno il credito. I punteggi FICO tengono conto di vari fattori in cinque aree per determinare l'affidabilità creditizia: cronologia dei pagamenti, livello attuale di indebitamento, tipi di credito utilizzati, durata della storia creditizia e nuovi conti di credito. I punteggi FICO vanno da 300 a 850. In generale, i punteggi superiori a 650 indicano una storia creditizia molto buona. Al contrario, gli individui con punteggi inferiori a 620 spesso hanno difficoltà ad ottenere finanziamenti a tassi favorevoli. (Fonte: Wikipedia)

¹¹ Acronimo di *No Income, No Job, no Assets* ovvero "Nessun reddito, Nessun lavoro, Nessuna garanzia". Con il termine NINJA si indicano tutti quei finanziamenti, spesso mutui, concessi massicciamente nel periodo precedente la grande recessione. I mutui Ninja erano concessi ugualmente a debitori palesemente non capaci di rimborsarli in quanto il creditore puntava unicamente sull'aumento del prezzo del bene immobile acquistato con il mutuo. In altri termini, l'unica garanzia era rappresentata dall'ipoteca sull'immobile e quindi sul valore di mercato dello stesso. Il meccanismo durò fino al momento in cui non scoppiò la bolla dei mutui *subprime* e si verificò il crollo del prezzo delle abitazioni. (Fonte: Wikipedia)

stretto fra il pagamento delle cedole e il rimborso dei crediti ceduti, perché le somme derivanti da questi ultimi sono utilizzate per coprire il pagamento delle obbligazioni e dei costi della cartolarizzazione. Per rendere quest'operazione sufficientemente sicura e far sì che le somme incassate dai crediti coprano gli interessi passivi sulle obbligazioni, il valore nominale di queste ultime è inferiore all'entità dei crediti.

Attraverso l'ABS, dunque, una banca può conferire dei crediti smobilizzati e le relative ipoteche poste a garanzia ad un SPV, il quale provvederà a metterle sul mercato nella disponibilità degli investitori. Tra i vantaggi di sottoscrizione di un ABS, si annoverano: la possibilità di inglobare un gran numero di crediti; la possibilità di avere nelle mani una sorta di portafoglio ben diversificato (un titolo pieno di crediti); la conseguente possibilità di ridurre il rischio sistemico; la capacità di recupero dell'investimento. Al contrario, trae vantaggio anche chi emette un titolo simile, perché può disporre immediatamente di fondi liquidi ed utilizzare tali fondi per finanziarsi a basso costo. Il vantaggio della liquidità si rivela, però, uno svantaggio per gli investitori: l'assenza di un intermediario potrebbe impedire il ricorso alla vendita del titolo.

Nel caso in questione, però, quando si parla di cartolarizzazione di un mutuo, lo strumento finanziario che ne deriva è il cosiddetto *Mortgage Backed Securities* (MBS), che è appunto un particolare tipo di ABS. Ma più che essere un'innovazione, non è altro che un prodotto riesumato, perché nato all'incirca trent'anni prima, grazie ad un italo-americano, che lavorava per *Salomon Brothers*, tale Lewis Ranieri. Egli ebbe l'intuizione di iniziare a guardare i mutui nel loro complesso, e non singolarmente, perché solo in questo modo vi era la possibilità di venderli e di aumentare i margini di guadagno. Così inserì vari mutui in un unico MBS.

Ma quando i mutui da poter includere cessarono, perché non tutti potevano permettersi di accenderne uno, ecco che nacque l'esigenza di elargire nuovi prestiti e iniziarono a confluire in questi titoli mutui sempre più rischiosi, appunto i *subprime*.

Per definizione, i MBS sono dei titoli che hanno come garanzia al proprio interno mutui ipotecari e che vengono venduti sul mercato, dopo essere stati "cartolarizzati". Una banca che mette sul mercato un titolo del genere ne può annotare la vendita in bilancio come un guadagno extra, perché liberandosene recupera l'esborso sostenuto per erogare il prestito più una percentuale legata alla vendita del titolo stesso. In inglese il meccanismo degli MBS è conosciuto come "*pass-through*", poiché i pagamenti delle rate del mutuo, da parte dei sottoscrittori, "passano attraverso" questo titolo a chi lo ha acquistato. I MBS come gli ABS sono simili alle obbligazioni. Ciò significa che vengono rimborsati solo attraverso il pagamento periodico delle rate di questi mutui incorporati, che possono essere viste come cedole obbligazionarie: ma nel 2007, in questi titoli erano contenuti principalmente mutui *subprime*, mutui di dubbia solvenza. E questa è stata la causa del loro crollo, perché, generalmente, la solidità di un titolo dipende dalla solidità dell'*asset* che lo sostiene, ma è anche vero che forse gli stessi MBS hanno contribuito alla crescita del settore dei *subprime*, facendo venire alla luce

rischi nascosti ed amplificando rischi sistemici.

Altra tipologia di titolo, frutto dell'innovazione finanziaria di quel periodo, è il CDO (*Collateralized Debt Obligation*), che rappresenta una sorta di evoluzione del MBS. Esso, infatti, è un'obbligazione a tutti gli effetti garantita (collateralizzata) da un debito, alla cui base, però, non compaiono mutui ma titoli. Così, è possibile generare un CDO mettendo insieme diversi MBS: in questo modo, le somme pagate dai CDO dipendono dal rendimento dei MBS, che a loro volta dipendono dalla solvenza dei mutuatari. Presupposto fondamentale per la creazione di questo titolo è la presenza di un SPV, che, dopo aver acquistato determinate attività, ne separa i flussi di pagamento in un certo numero di livelli definiti "tranche" (già trattate sopra). Questi titoli iniziarono ad essere venduti dalle banche d'investimento agli investitori di tutto il mondo e per il pagamento delle cedole il procedimento era molto semplice: i mutuatari pagavano le rate e queste confluivano direttamente nelle tasche di questi azionisti, con le banche totalmente svincolate dal rischio di insolvenza. Quindi, si innescò una sorta di circolo vizioso, per cui le banche, prese dalla smania di vendere grandi quantità di CDO, erogavano mutui a più non posso, pur di riempire questi titoli e trarne profitto. L'obiettivo era la creazione e la vendita di CDO e per farlo molte banche d'investimento prendevano soldi in prestito, in modo da acquistare i mutui che avrebbero composto questi titoli. Si è infatti passato negli Stati Uniti da un totale di CDO emessi pari a 25 mld di dollari nel 2002 ad oltre 2000 mld nel 2006.

Il lato oscuro era rappresentato dall'impossibilità di valutare i rischi di insolvenza ad essi connessi: infatti, quest'aspetto e la tendenza a creare CDO di CDO e così via, hanno contribuito allo scoppio della crisi.

Per avere un'idea più chiara della complessità di questi titoli e della difficoltà di effettuarne un'accurata valutazione, ne descriviamo le caratteristiche. I CDO si distinguono per tipologia di sottostante (titoli di finanza strutturata, titoli sintetici di credito, prestiti sindacati, titoli obbligazionari, investimenti immobiliari); per tipologia di gestione del titolo stesso (CDO statico, CDO dinamico); per tipologia di remunerazione (*cash flow, market value*). Inoltre, i CDO son stati emessi per la prima volta nel 1987 dalla banca *Drexel Lambert*¹²,

¹² *Drexel Burnham Lambert* è stata una banca d'investimento americana, operante a *Wall Street*, fallita nel febbraio 1990. Fu fondata nel 1935 da I. W. "Tubby" Burnham con \$100.000 di capitale, \$96.000 dei quali sono stati presi in prestito dal nonno e dal fondatore di una distilleria del Kentucky. In poco tempo in seguito si è trasformata in una delle banche di brokeraggio più affermate nel paese, sviluppando il proprio capitale a 1 milione di dollari. Nel 1967 la Burnham ha finalmente trovato un socio disposto alla fusione nella Firestone Drexel, una banca di Philadelphia con una storia antica risalente alla Drexel and Company fondata nel 1838 da Francis Martin Drexel. Nel 1973 un calo severo nel mercato azionario ha prodotto grossi problemi alla Drexel. Nel 1976 si è fusa con William D. Witter, una piccola "boutique" che era il braccio americano del Gruppo Bruxelles Lambert di origine Belga. Nel 1986 ebbe i più alti profitti. Nel febbraio del 1990, dopo varie vicende in parte legate al crollo dei junk bond ed in parte alle indagini della SEC che la costrinsero a pagare elevate multe, dichiarò il fallimento, anche per via della impossibilità di attingere a riserve di liquidità dall'esterno. (Fonte: Wikipedia)

ma il loro mercato ha subito un'impennata pazzesca solo nei primi anni del Duemila. Tale crescita è ascrivibile alla presenza dei mutui *subprime*, che garantivano circa la metà dei CDO in circolazione, ma anche all'evoluzione che hanno subito questi titoli. In quel periodo vennero creati CDO², CDO³, con i quali il rischio veniva distribuito in maniera più o meno omogenea in capo a diversi soggetti. Ma, al tempo stesso, una maggiore complessità di questi prodotti finanziari lasciava profonde lacune dal punto di vista informativo e valutativo.

Poi ci sono i CDS (*Credit Default Swap*). Prima di tutto, uno Swap è un contratto finanziario che obbliga le controparti a scambiarsi (to swap) flussi di cassa per un determinato periodo. Un *Credit Default Swap*, invece, è un contratto di assicurazione che tutela colui che lo sottoscrive dalla possibilità che si verifichi un dato evento. Esso è un derivato, attraverso cui una persona che abbia contratto un credito verso un'altra, cerca di assicurarsi dal rischio di insolvenza di costui, rivolgendosi ad un terzo, che si accollerà il rischio di insolvenza del debitore, a fronte di un premio ricorrente e fisso definito "*spread*" e in cambio della concessione di un pagamento eventuale innescato da un *credit event*, che può essere il *default* od il *downgrading*¹³ di una determinata società. In caso di insolvenza, il "venditore della protezione" paga, quindi, all'acquirente il valore nominale dell'obbligazione, in cambio della consegna fisica di questa

Tre sono i soggetti legati alla sottoscrizione di un CDS: il creditore, il debitore ed il terzo "assicuratore", che può essere una banca, un intermediario, un'assicurazione. Un CDS, però, non viene necessariamente sottoscritto dal creditore, o da una delle controparti: esso può essere acquistato anche da chi non detiene lo strumento di prestito, da chi non ha un interesse diretto, da un semplice investitore o speculatore che decide di scommettere sull'insolvenza del debitore, senza che sostenga alcun rischio di perdita.

Quindi, possiamo intendere i *Credit Default Swap* come contratti derivati di credito bilaterali tra un acquirente ed un alienante, il cui fine è proteggere dal rischio di *default* di uno strumento finanziario sottostante, che sorge in capo ad una terza persona, la quale non è parte del contratto. Ovviamente, al crescere della portata del rischio ed all'aumentare della probabilità che un dato *credit event* si verifichi, il costo al quale assicurarsi sarà maggiore.

Un CDS presenta analogie con la semplice assicurazione, perché chi compra è tenuto a pagare un premio, per ricevere una somma di denaro al verificarsi di un determinato evento. Ma, al contrario, presenta anche diverse

¹³ Nel linguaggio finanziario, revisione, in senso peggiorativo, del livello di qualità creditizia di un determinato strumento finanziario, di una società o anche di entità governative. Un giudizio di *downgrading* è un giudizio di declassamento espresso di solito da società di *rating* qualificate. (Fonte: Treccani)

differenze; in primis, se da una parte il contratto di assicurazione garantisce un'indennità ai soli possessori dell'attività oggetto del contratto, il CDS paga indistintamente chiunque abbia sottoscritto il titolo, pur non possedendo il sottostante e non avendo subito una perdita. Può essere usato per speculare, a differenza del contratto assicurativo. Tra le altre differenze, l'alienante potrebbe non essere un soggetto regolamentato, in quanto questi titoli non vengono scambiati in mercati regolamentati ma nei mercati *over the counter*¹⁴; non è richiesto al venditore il mantenimento di riserve a copertura della "assicurazione" venduta; non è richiesta la divulgazione di tutti i rischi noti al momento della compravendita; gli assicuratori hanno delle riserve regolamentate dalla legge per coprire i rischi, mentre chi negozia CDS gestisce il rischio, coprendolo con altre operazioni che hanno ad oggetto i CDS; il contratto di assicurazione si può annullare interrompendo il pagamento dei premi, il contratto CDS deve essere, invece, portato a termine.

Nel 2008, periodo in cui la compagnia assicurativa maggiormente esposta nel mercato dei CDS (538 mld) era la società statunitense *American International Group* (AIG), uno dei problemi principali è stato proprio l'insufficiente approvvigionamento di riserve, che ha reso impossibile fronteggiare la corsa per i pagamenti. A livello di storia, i CDS inizialmente erano trattati solo dalle banche per coprire il rischio delle attività di prestito e nel Marzo del 1998 valevano 300 mld di dollari, con JP Morgan¹⁵ che da sola ne contava 50 mld. Quando poi all'inizio del millennio gestori di fondi e *traders* scovarono l'opportunità di negoziare CDS, le banche iniziarono a lasciare terreno ad investitori e speculatori. E così, nel 2002 l'ammontare di CDS superava i 2000 mld di dollari. Fino al periodo pre-crisi la crescita fu esponenziale, dai 3700 mld del 2003 si giunse ad una cifra shock nel 2007 pari a 62200 mld di dollari. Con il sopraggiungere della crisi, in un solo anno, nel 2008, l'ammontare di CDS si era quasi dimezzato, toccando quota 38600 mld di dollari.

¹⁴ I mercati *over the counter* (mercati OTC) sono caratterizzati dal non avere i requisiti riconosciuti ai mercati regolamentati. Sono mercati la cui negoziazione si svolge al di fuori dei circuiti borsistici ufficiali. (Fonte: Wikipedia)

¹⁵ *JP Morgan Chase & Co.* è una multinazionale americana di servizi finanziari con sede a New York. È una delle banche *Big Four* americane insieme a *Bank of America*, *Citigroup* e *Wells Fargo*, la più grande banca negli Stati Uniti e la sesta più grande banca al mondo con un patrimonio totale di 2,73 trilioni di dollari. Dal 2017 è anche una delle più grandi società di gestione patrimoniale al mondo con 2,9 trilioni di dollari in gestione e 25,4 trilioni di dollari in custodia nel 2019. L'unità di hedge fund di *JP Morgan Chase* è, con 45 miliardi di dollari in gestione, il terzo hedge fund più grande al mondo. La società è stata costituita nel 2000, quando *Chase Manhattan Corporation* si è fusa con *JP Morgan & Co.* Il marchio *JP Morgan*, storicamente noto come Morgan, è utilizzato *dall'investment banking, asset management, private banking, private wealth management*, tesorerie e servizi di titoli. L'attività fiduciaria nell'ambito del private banking e della gestione patrimoniale privata viene effettuata sotto l'egida di *JP Morgan Chase Bank, NA*. Il marchio *Chase* viene utilizzato per i servizi di carte di credito negli Stati Uniti e in Canada, nelle attività bancarie al dettaglio negli Stati Uniti e nel settore bancario commerciale.

È quotata al NYSE e fa parte del DJIA Component. (Fonte: Wikipedia)

1.4 – *Asimmetrie informative*

La locuzione “asimmetria informativa” allude ad una condizione in cui, all’interno di un processo economico, determinate informazioni non vengono rese disponibili alla totalità di attori che ne fanno parte, ma solo ad alcuni protagonisti: questo conduce ad una discrepanza informativa, tale per cui alcuni soggetti si trovano ad avere più informazioni di altri.

Per una spiegazione puntuale, occorre partire dai presupposti che si pongono alla base del suddetto concetto: se si parla di asimmetria informativa, è chiaro che essa trova la sua ragion d’essere nella profonda insufficienza del contenuto informativo in un determinato istante, per determinati individui.

Nello specifico, occorre rimarcare il ruolo dell’informazione e i cambiamenti che, negli ultimi anni, con l’avvento della tecnologia, essa ha sostenuto. Importante è stata l’introduzione di *computer, smartphone, social network*, poiché è stata concessa ai consumatori la possibilità di avere strumenti di istruzione a portata di mano.

Quindi, in generale, l’informazione è un qualcosa che porta con sé un valore, il valore di comunicare al fine di indottrinare, di educare chi ne fruisce, in merito ad un preciso argomento. Essa è un mezzo di conoscenza e permette ad un individuo di effettuare scelte consapevoli e di intraprendere azioni, avendo piena cognizione del proprio operato. In ambito finanziario, riferito ad un mercato finanziario, il ruolo dell’informazione si fortifica e assume connotati più delineati, semplicemente perché essa diventa propedeutica, essenziale e necessaria affinché un investitore allochi la propria liquidità nel modo più opportuno. Pertanto, è possibile affermare che l’informazione è l’ingranaggio che muove un mercato finanziario, sul quale vengono basate tutte le decisioni di acquisto e di vendita che saranno poi poste in essere.

D’altronde, uno dei capisaldi della finanza è l’ipotesi di efficienza del mercato (*EMH, Efficient Market Hypothesis*), secondo cui i prezzi dei titoli rispecchiano pienamente, rapidamente e in maniera sistematica e non distorta tutte le informazioni pubbliche e private disponibili. In relazione a ciò si distinguono tre diverse forme di efficienza del mercato: la forma debole, se esso incorpora pienamente le informazioni sui prezzi passati dei titoli; la forma semi-forte, se i prezzi riflettono tutte le informazioni disponibili al pubblico inclusi i bilanci e l’andamento storico dei prezzi; la forma forte, se i prezzi riflettono tutte le informazioni sia pubbliche che private. Come si può notare, può variare la portata del contenuto informativo, ma, nonostante ciò, le informazioni sono sempre presenti.

Oltre che presenti, devono essere informazioni di qualità, verificate, con un certo grado di attendibilità; è necessario che siano corrette, perché rappresentano il carburante che permette di mettere in funzione la grande macchina finanziaria, a partire dalla formazione dei prezzi, fino ad evitare condotte illecite da parte degli operatori, come può essere *l'insider trading*¹⁶.

Il concetto di informazione, inoltre, va di pari passo con il concetto di fiducia: basti pensare al potere dei media, che possono fornire notizie positive e/o negative e, a seconda del tipo, possono rispettivamente rafforzare o minare la fiducia degli operatori sul mercato. Per questo motivo il requisito fondamentale è la veridicità, e se non viene rispettato si rischia di incorrere nel dilagante mondo di “bufale e *fake news*”.

Ad avallare l'importanza dell'informazione vi è l'esistenza della cosiddetta Unità di Informazione Finanziaria per l'Italia (UIF), ossia un'autorità pubblica, un'unità di intelligence finanziaria, che ha sostanzialmente un compito di vigilanza e di contrasto in materia di riciclaggio.

Tornando all'argomento principale del paragrafo, all'asimmetria informativa, occorre riconoscere e giungere alla consapevolezza che essa, in alcuni casi, può sussistere, perché vi sono innumerevoli situazioni in cui può capitare e perché, dovendo fare i conti con la fallibilità dell'uomo, sovente quest'ultimo si lascia trascinare da intenti speculativi, causando una situazione di squilibrio informativo.

Come già anticipato, è una situazione in cui, durante una transazione, un soggetto ha meno informazioni rispetto a quante ne abbia la controparte, questo comporta un'impossibilità nel prendere una decisione consapevole. Quando c'è asimmetria informativa, essa porta a due possibili problemi: la selezione avversa e l'azzardo morale.

La selezione avversa si verifica in una fase precontrattuale: spesso accade che i soggetti più interessati a richiedere un prestito siano quelli che presentano un maggior grado di rischio e questo può indurre il prestatore a decidere di non concedere alcun prestito a priori. La ragione di questo comportamento è da riscontrare nella volontà di un soggetto ad erogare un prestito, molto probabilmente ad un debitore con un alto grado di

¹⁶ *Insider trading* indica la compravendita di titoli (valori mobiliari: azioni, obbligazioni, derivati) di una determinata società da parte di soggetti che, per la loro posizione all'interno della stessa o per la loro attività professionale, sono venuti in possesso di informazioni riservate non di pubblico dominio (indicate come "informazioni privilegiate"). Simili informazioni, per la loro natura, permettono ai soggetti che ne fanno utilizzo di posizionarsi su un piano privilegiato rispetto ad altri investitori del medesimo mercato. In questo senso si parla anche di asimmetria informativa. L'*insider trading* in senso stretto è quindi un reato. (Fonte: Wikipedia)

insolvenza, sebbene sul mercato possano esservi individui più affidabili.

Potremmo dire che si scrive “selezione avversa” ma si legge “discriminazione priva di fondamenti” dei potenziali prenditori di fondi. Però è un’espressione che indica un comportamento totalmente lecito, se giustificato con una totale avversione al rischio, da parte dell’offerente. Infatti, il mercato è pieno di individui malintenzionati, abili truffatori, il cui unico obiettivo è speculare in maniera spropositata: costoro potrebbero spingere particolarmente durante una transazione, accettando anche condizioni di restituzione a loro sfavorevoli, perché consapevoli di non onorarle in alcun modo. In breve, si ha un problema di selezione avversa quando non si può essere istruiti in merito alla solvibilità di un potenziale debitore.

Di contro, vi è un problema di azzardo morale (noto anche come *moral hazard*) quando, nella fase post-contrattuale, un creditore si trova in una situazione di incertezza, dovuta alla possibilità che il debitore ponga in essere azioni, tali da pregiudicare l’effettivo rimborso del denaro. Questo accade, perché in assenza di informazioni, è improbabile che un creditore possa sapere con certezza che la sua controparte mantenga una condotta ineccepibile.

Se volessimo fare un paragone, probabilmente l’azzardo morale risulterebbe più rischioso della selezione avversa, perché quest’ultima tutela la discrezionalità dell’offerente, permettendogli di opporsi al finanziamento di un qualunque individuo, al contrario, una volta che il contratto sia concluso, se sorgesse un problema di *moral hazard*, questo dipenderebbe esclusivamente dalla condotta del debitore.

Potremmo dire, però, che, in parte, sarebbe anche imputabile al creditore, colpevole di non aver valutato in maniera corretta il soggetto cui avrebbe prestato del denaro e di non aver previsto le sue possibili azioni future; colpevole di non aver “selezionato” accuratamente piuttosto che in maniera “avversa” i propri potenziali debitori.

I due problemi fin qui descritti influenzano il comportamento economico e l’analisi del modo in cui essi lo fanno viene definita teoria dell’agenzia (*agency theory*).

Tornando al problema della selezione avversa, per comprenderne meglio il meccanismo e come essa ostacola il funzionamento efficiente del mercato, ci rifacciamo alle parole espresse da George Akerlof. Egli, all’interno di un suo articolo risalente al 1970, ha descritto il problema, ponendo l’accento sullo squilibrio informativo che si viene a creare, attraverso un confronto, un po’ bizzarro, ma certamente efficace per la comprensione.

Ha illustrato la sua teoria, paragonando il problema della selezione avversa al cosiddetto “problema dei bidoni” (*lemons problem*¹⁷), relativo al mercato delle automobili, in particolare alla presenza di “catorci”, auto in cattivo stato che, nonostante ciò, vengono tenute sul mercato per poter essere vendute.

Spesso accade che i potenziali acquirenti di un'automobile, in caso di asimmetria informativa, non siano in grado di valutare la qualità delle auto, quindi non sanno se stanno acquistando un'auto funzionante o un'auto non proprio affidabile. Questa situazione si riflette sul prezzo in maniera positiva o negativa, a seconda dei punti di vista: il prezzo che un acquirente è disposto a pagare è pari al prezzo associato alla qualità media delle automobili nel mercato, questo si traduce in un prezzo più alto per i “catorci” e un prezzo più basso di quello effettivo per le auto di buona qualità.

Problema analogo può verificarsi anche sui mercati azionari e obbligazionari: quando un investitore non ha gli strumenti per distinguere tra aziende profittevoli e aziende più rischiose, succede che tale investitore sarà disposto a pagare un prezzo pari alla qualità media delle società e questo comporterà la sottovalutazione di alcuni titoli e la sopravvalutazione di altri.

Un meccanismo simile mina il funzionamento efficiente del mercato, perché in questo modo solo alcune società saranno disposte a vendere, mentre altre non vorranno svendere i propri titoli.

Akerlof, quindi, giunge alla conclusione che il “problema dei bidoni”, frutto di lacune informative di alcuni attori, in qualunque tipo di mercato, che sia azionario, obbligazionario o di automobili, impedisce l'efficiente allocazione delle risorse.

La crisi del 2008 è scaturita proprio a causa di problemi di questo tipo: gli intermediari che erogavano prestiti lo facevano per puro egoismo, per pura avidità, accecati dalla smania di arricchirsi, ma la loro ignoranza informativa li ha condannati, perché non sono stati in grado di sapere come si sarebbero comportati i propri debitori.

Questi ultimi si sono rivelati, con il passare del tempo e con il graduale innalzamento dei tassi di interesse, impossibilitati a rimborsare le rate dei mutui, dando vita ad una spirale di insolvenza che ha causato il crollo di un'economia, quella statunitense, apparentemente infallibile.

¹⁷ Il mercato delle auto usate offre sia auto usate in buono stato sia auto in cattive condizioni (dei “bidoni” o, nel gergo americano, “limoni”).

1.5 – *Le agenzie di rating*

Mutuato dall'inglese, il termine “*rating*” è traducibile in italiano con la parola “classificazione” e questa riassume in breve il compito di un'agenzia di questo tipo: valutare, assegnare un punteggio e classificare.

Storicamente, si fa risalire la nascita del *rating* al 1860, con la redazione di un documento intitolato “*History of Railroads and Canals in the United States*”, il quale sintetizzava il pensiero del suo autore, tale Henry Varnum Poor, che fece della ricerca della trasparenza aziendale la sua missione di vita. Sulla base del suo operato e professando la sua filosofia, Henry William, suo figlio, fondò l'agenzia di *rating* Standard & Poor's, che con il tempo è diventata una delle agenzie più importanti a livello mondiale: difatti, assieme a Moody's e Fitch, è diventata un colosso del settore, tanto che vengono definite “le tre sorelle del *rating*”.

Generalmente, queste agenzie svolgono il ruolo di intermediari dell'informazione tra chi emette un titolo e chi lo acquista, attraverso la formulazione di un giudizio su un determinato strumento: occorre sottolineare che le agenzie di *rating*, in un certo senso, lavorano per gli emittenti, perché sono questi ultimi a corrispondere loro dei pagamenti a titolo di retribuzione per una data prestazione.

Quindi, sono riconosciute a livello internazionale e sono indipendenti dall'intermediario che emette i titoli e le commissiona.

Il processo di *rating* non è immediato e non è semplice, poiché è composto da più fasi distinte tra loro. Innanzitutto, vi è la fase di attivazione del processo di *rating*, che può originare dalla richiesta, da parte di un emittente, di assegnazione di un giudizio su un proprio strumento passivo, dalla richiesta di investitori che reputano un determinato strumento “appetibile”, o direttamente dalla stessa agenzia di *rating* che sceglie di non lasciare privo di *rating* un determinato strumento.

Quest'ultima situazione, definita *unsolicited rating*, si verifica quando l'iniziativa viene presa dall'agenzia, proponendo ad un soggetto il proprio servizio di consulenza, chiaramente dietro pagamento.

Indipendentemente dal consenso dell'emittente e dalla sua collaborazione, l'agenzia può procedere speditamente alla valutazione del titolo emesso, facendo riferimento principalmente alle informazioni finanziarie accessibili al pubblico, come i bilanci. In ragione di ciò, non avendo a completa disposizione il contenuto informativo, l'agenzia potrebbe rendersi protagonista della diffusione di un giudizio negativo, che magari distorce la realtà aziendale, dal momento che potrebbe essere stato espresso con un fine ritorsivo.

Ovviamente quando questo accade vi è anche difficoltà da parte del pubblico nel valutare correttamente tale giudizio, data la sua incerta attendibilità.

La seconda è la fase di sottoscrizione del contratto, durante la quale vengono formalizzati gli obblighi che sorgono in capo alle parti, tra cui il pagamento di una “*fee*” da corrispondere a beneficio dell’agenzia, per l’effettiva assegnazione del *rating*.

A seguire, il processo di *rating* in senso stretto, portato avanti da un organo collegiale, un comitato che effettua operazioni di analisi a livello finanziario, ma anche aziendale in senso stretto, attraverso il contatto con la quotidianità societaria. I risultati che ne scaturiscono vengono fatti valutare da un *rating committee*, un analista che procede all’assegnazione di un *rating* preliminare.

Ecco che finalmente si giunge alla formulazione ed alla pubblicazione del *rating*, attraverso i principali canali di informazione finanziaria, dopo un processo che dura, in media, più di un mese. Se da una parte l’emittente, dopo la comunicazione, appellandosi e fornendo ulteriori informazioni, può ottenere che il *rating* venga revisionato, dall’altra la stessa agenzia può ritirarlo, nel momento in cui si verifica l’estinzione dello strumento ad oggetto o se riscontra carenza di informazioni.

Però, se questo non accade, il procedimento giunge alla fase finale di *monitoring* del *rating*, attraverso l’istituzione di sezioni specializzate, interne all’agenzia, il cui compito, è essenzialmente, revisionare il giudizio, affiancandogli delle indicazioni, che possono essere positive, negative od incerte, a seconda, quindi che il *rating* abbia rispettivamente margini di crescita, di decrescita o indefiniti.

Il significato dei rating	Standard & Poor's	Moody's	Fitch
Estrema qualità: titolo solo minimamente sensibile alle circostanze avverse	AAA	Aaa	AAA
Alta qualità: titolo poco sensibile alle circostanze avverse	AA+	Aa1	AA+
	AA	Aa2	AA
	AA-	Aa3	AA-
Qualità medio alta: titolo moderatamente sensibile alle circostanze avverse	A+	A1	A+
	A	A2	A
	A-	A3	A-
Qualità media: titolo sensibile alle circostanze avverse	BBB+	Baa1	BBB+
	BBB	Baa2	BBB
	BBB-	Baa3	BBB-
Qualità discutibile: titolo dalla solidità incerta molto sensibile alle circostanze avverse	BB+	Ba1	BB+
	BB	Ba2	BB
	BB-	Ba3	BB-
Scarsa qualità: titolo dalla solidità scarsa molto dipendente da un contesto favorevole	B+	B1	B+
	B	B2	B
	B-	B3	B-
Qualità molto scarsa: titolo dalla solidità scarsa con alta probabilità di insolvenza in un contesto sfavorevole	CCC+	Caa1	CC+
	CCC	Caa2	CCC
	CCC-	Caa3	CCC-
Situazione vicina all'insolvenza: Alta probabilità o segnale imminente di insolvenza con minime probabilità di recupero	CC	Ca	CC
Situazione di insolvenza: Default effettivo o annunciato con probabilità di recupero prossime allo zero	SD D	C D	RD D

I voti delle agenzie di *rating* e il loro significato

Fonte: <https://www.ilsole24ore.com/>

Da ciò si deduce che il *rating* non è un giudizio formulato sul grado di rischiosità di colui che emette un titolo, ma sulla qualità del titolo emesso, al fine di tutelare l'investitore finale: quindi, denota il grado di rischio che graverà sul detentore del titolo. E certamente non è neppure visto come una raccomandazione ad acquistare un titolo piuttosto che un altro: lo scopo è semplicemente quello di aumentare l'efficienza dei mercati finanziari. Inoltre, esso è efficace perché, guardando i punteggi generati, è possibile comprendere immediatamente se è conveniente o meno concentrarsi su quel determinato titolo, ma soprattutto è possibile verificare di cosa esso si compone.

Queste agenzie sono, dunque, “strumenti” utili per superare le asimmetrie informative presenti tra controparti: concedono ad un investitore la possibilità di avere una panoramica degli strumenti finanziari presenti sul mercato più chiara e consapevole; vengono pagate per far sì che un investitore possa avere libero accesso alle caratteristiche di uno strumento, attraverso una semplificazione del linguaggio, della quale, diversamente, non si sarebbe potuto servire.

Tuttavia, il ruolo delle agenzie di *rating* è stato duramente criticato a seguito della crisi finanziaria del 2008, poiché si riteneva che esse consigliassero i propri clienti, rappresentati dalle banche di investimento, circa le modalità con cui organizzare i propri strumenti: nello specifico, dispensavano consigli su come emettere strumenti finanziari abbastanza complessi, il cui sottostante era rappresentato dalle rate dei mutui *subprime*. Dopo questa prima fase “consultiva”, le agenzie procedevano a valutare più che positivamente questi strumenti, in ragione del fatto che per questi giudizi ricevevano lauti compensi dalle stesse banche. Quindi, tendevano a valutare questi strumenti con AAA, contribuendo ad alimentare la fiducia nel mercato verso dei titoli che erano stati solamente gonfiati a dismisura. Da ciò si evince che in quel periodo è venuta a mancare l'indipendenza - di cui sopra - dal committente; infatti, essendoci dei vincoli diretti tra agenzie di *rating* e enti cessionari, questi ultimi esercitavano una profonda influenza sull'operato delle prime, facendo sorgere delle situazioni complicate di conflitto di interesse.

Per di più, sono proprio “le tre sorelle del *rating*” ad essere considerate le principali agenzie responsabili della crisi esplosa nel 2008: esse sono ritenute colpevoli di aver adottato un modello di comportamento influenzato da obiettivi di profitto piuttosto che da obiettivi di qualità, obiettivi di integrità, obiettivi etici di valutazione del *rating* e di emissione di un giudizio. Il risultato di questa condotta è stata la diffusione di giudizi distorti, lontani dalla realtà, perché irragionevolmente ottimistici, privi di alcuna coerenza con le condizioni finanziarie e patrimoniali di una società. Come anticipato, questo ha causato un eccesso di euforia e di fiducia nel mercato, rivelandosi un'arma a doppio taglio, uno strumento di inganno per tutti quegli investitori che, rei di aver creduto nell'efficiente funzionamento dell'economia americana, hanno portato avanti operazioni finanziarie di ampia portata, ritrovandosi improvvisamente sul lastrico.

Così, sono due le motivazioni per cui un giudizio dell'agenzia di *rating* potrebbe non essere obiettivo e veritiero: in caso di *unsolicited rating* ed in caso di rapporto di dipendenza fra agenzia ed emittente.

Negli anni successivi al 2009 le agenzie di *rating* hanno accusato il colpo sferrato loro dalla crisi, toccando con mano gli effetti negativi di quest'ultima, in termini di reputazione e di ricavi. Ma questo è stato inevitabile, poiché nel momento in cui è scoppiata la bolla finanziaria, questa ha causato il *downgrading* di una gran quantità di titoli, facendo aumentare il ritmo già sostenuto dello *tsunami* che si stava abbattendo sul sistema. Tutti i prodotti legati ai *subprime* che le agenzie avevano sponsorizzato prima e valutato poi erano diventati spazzatura: questo condusse a numerose perdite e fece vacillare le più grandi istituzioni finanziarie.

Questa situazione ha spinto la SEC¹⁸ ad apportare profonde modifiche post crisi, per riformare il sistema: essa ha vietato categoricamente qualunque intromissione da parte delle agenzie di *rating* nel processo di creazione di qualsivoglia strumento finanziario; ha implementato i controlli interni; ha imposto dinamiche di trasparenza nelle metodologie adottate; ha escluso la possibilità che un analista assegnato ad una valutazione negozi con il proprio cliente, che è la società emittente il titolo, la commissione da corrispondere all'agenzia; è fatto obbligo di divulgazione delle performance storiche di *rating*, delle informazioni sulle attività sottostanti a un prodotto e della metodologia di ricerca usata per l'assegnazione del *rating*; ha imposto una distinzione tra i *rating* assegnati ai prodotti strutturati e quelli assegnati alle obbligazioni. Un insieme di riforme, dunque, finalizzate a migliorare la trasparenza nel processo di formazione del *rating* e ridurre i conflitti di interesse, rei di aver contribuito allo scoppio della crisi.

¹⁸ La Securities and Exchange Commission (Commissione per i Titoli e gli Scambi) è l'ente federale statunitense preposto alla vigilanza della borsa valori. Il primo presidente della commissione fu Joseph P. Kennedy, padre di John Fitzgerald Kennedy.

L'agenzia fu fondata dal presidente Franklin Delano Roosevelt nel 1934, all'indomani della crisi del 1929 nell'ambito del New Deal. I suoi poteri sono stati diverse volte ridefiniti: in tempi recenti, questo è avvenuto nel 2002, a seguito degli scandali Enron e Tyco International, WorldCom e altri, con il Sarbanes-Oxley Act.

A capo della SEC vi è attualmente Jay Clayton, nominato nel 2017 da Donald Trump. (Fonte: Wikipedia)

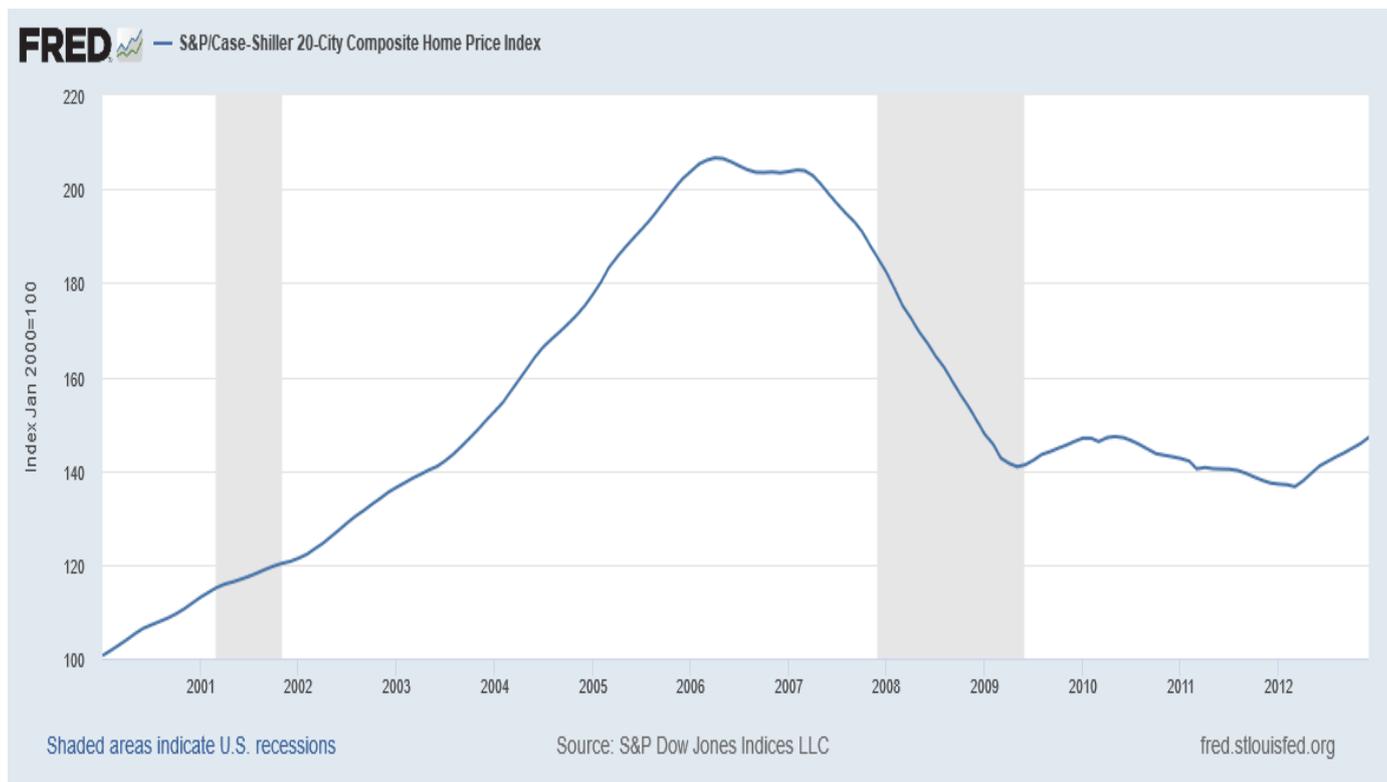
1.6 – *Evoluzione del mercato immobiliare*

Il concetto di abitazione, di casa di proprietà è sempre stato centrale nella mente degli americani, a livello sociale, ma anche e soprattutto a livello individuale. Essa incarna un simbolo di sicurezza e di realizzazione per l'individuo statunitense, oltre a rappresentare un'importante fonte di ricchezza, mediante cui porre le basi per il raggiungimento delle proprie ambizioni finanziarie. Ha, pertanto, un valore propositivo per la vita di una famiglia, e questo valore assume una portata più ampia nel momento in cui viene offerta la possibilità di pensare all'acquisto di una casa ad una famiglia a basso reddito, appartenente alla classe media. Questo tipo di famiglie, solitamente, esauriscono la dimensione della propria ricchezza nel concetto di casa di proprietà: perché la maggior parte di esse non può permettersi altro e una casa rappresenta l'investimento più sicuro da poter sostenere.

Fino al 2008 il meccanismo di base prevedeva l'erogazione di mutui residenziali il cui collaterale principale posto a garanzia era rappresentato dall'immobile acquistato con la liquidità ottenuta.

Ma come si giunse a tal punto? Occorre analizzare le dinamiche dello sviluppo del mercato immobiliare nei primi anni del Duemila. Le politiche monetarie – già discusse - introdotte dalla FED in seguito allo scoppio della Dot-com Bubble nel 2001 e orientate all'abbassamento dei tassi di interesse, al fine di evitare conseguenze recessive per l'economia causate dal crollo del mercato azionario, rappresentavano una notevole opportunità di guadagno per i procacciatori di affari.

Nello specifico, aumentava la liquidità nel sistema e allo stesso tempo diminuivano le offerte di investimento da parte del mercato azionario: in questa situazione l'unica soluzione restava investire sulle attività reali, in particolar modo sugli immobili che iniziavano a diventare l'oggetto del desiderio di un numero sempre più ampio di investitori. Oltre a ciò, il mercato immobiliare portava con sé opportunità di guadagno dirette ed indirette, poiché permetteva, attraverso il meccanismo della cartolarizzazione, di tornare ad investire in titoli. Questo determinò un incremento sostanziale e progressivo delle quantità di strumenti scambiati e allo stesso tempo dei prezzi di questi immobili posti come loro sottostante.



I prezzi delle abitazioni statunitensi

Fonte: <https://fred.stlouisfed.org/>

In particolare, a partire dal 2001, si assistette ad un'ascesa vertiginosa del settore dell'edilizia statunitense, dovuta ad un forte incremento della domanda di abitazioni: ciò generò un'ingente mole di contratti compravendita di immobili, che toccarono quota 8.5 milioni all'anno.

Ciò che ha condotto al continuo innalzamento dei prezzi delle case va sostanzialmente individuato nelle dinamiche tipiche di una bolla, che viene alimentata dalle aspettative irrazionali del mercato, in questo caso dalle aspettative di futuri e continui incrementi dei prezzi da parte degli investitori.

Come conseguenze derivanti dall'aumento dei prezzi si annoverano: l'accrescimento della domanda di case da parte di investitori orientati al profitto; una maggiore elasticità da parte delle banche nell'erogazione del credito, che viene indirizzato, dunque, anche a prenditori meno affidabili, poiché la possibilità, in caso di insolvenza, di pignorare l'immobile e guadagnarvi, rivendendolo, è concreta. Infatti, vi fu un'impennata nei pignoramenti legati al mercato immobiliare, poiché venne esteso il credito a chiunque ne avesse bisogno: per essere più precisi, le banche erano entusiaste di erogare mutui a non finire, perché avevano la possibilità di recupero immediato del capitale sia attraverso le operazioni di cartolarizzazione, sia, in caso di insolvenza del debitore, rivalendosi sull'immobile stesso: quindi, era un periodo di "follia" in cui anche i debitori più rischiosi erano considerati "sicuri".

Occorre specificare che il mercato dei *subprime* si può dire fosse sconosciuto fino agli anni Novanta e ha iniziato ad espandersi, divenendo di dimensioni notevoli, in quegli anni in parallelo alla crescita del mercato immobiliare. Ma questo sviluppo, ad un certo punto, pur non arrestandosi, si è certamente ridotto a causa del graduale innalzamento dei tassi di interesse: tale situazione ha visto l'accesso al credito divenire più costoso e limitato e la domanda d'immobili precipitare in maniera graduale ma a ritmo sostenuto, assieme ai relativi prezzi. Si è, quindi, giunti ad un punto di disequilibrio tra domanda ed offerta, in cui quest'ultima era maggiore della prima, causando un eccesso di offerta che, per le dimensioni raggiunte dal mercato, avrebbe avuto un effetto negativo amplificato. E così fu, i meccanismi finanziari furono destabilizzati, i prezzi scesero violentemente nel giro di poco tempo e questo ebbe delle ripercussioni sugli strumenti emessi fino a quel momento: il costo dei mutui iniziò ad aumentare e la domanda di immobili si ridusse; i mutuatari meno affidabili che in quel periodo avevano contratto il debito finirono per divenire insolventi, sortendo effetti indesiderati sui vari strumenti derivati in circolazione, legati ai *subprime*.

Da un punto di vista tecnico, invece, ogni bolla è seguita da una crisi finanziaria e la storia ce lo insegna. Questo accade anche quando il punto di partenza è rappresentato da una bolla immobiliare. Essa non è altro che una bolla speculativa che si verifica in un mercato immobiliare durante un periodo di profondo entusiasmo. Si esplica attraverso un aumento repentino dei prezzi degli immobili, che salgono talmente tanto da raggiungere livelli non più accessibili ai consumatori: questo provoca lo scoppio della bolla ed un inesorabile e drastica diminuzione dei prezzi, pari a circa il 60% dei valori reali.

Le fasi che caratterizzano una bolla speculativa immobiliare sono, generalmente, tre.

Tutto inizia con una politica monetaria espansiva da parte della banca centrale o comunque con la decisione di quest'ultima di aumentare i finanziamenti. Questa scelta, generando fiducia nel mercato ed aumentandone la liquidità, causa un aumento dei prezzi di beni immobili e degli strumenti finanziari in circolazione. L'aumento si protrae per un certo periodo, contribuendo all'espansione della bolla, che gradualmente causa il raggiungimento di prezzi che non rispecchiano i loro valori economici fondamentali.

Con l'avvento della seconda fase, la bolla, cresciuta a dismisura, scoppia, facendo crollare rapidamente i prezzi e innescando la crisi finanziaria. Infine, nella terza fase si assiste al fallimento di aziende, banche e intermediari, che, rei di aver preso a prestito per acquistare titoli a prezzi già troppo alti, non riescono a gestire i parametri della propria leva finanziaria, divenuta insostenibile. L'incapacità di procedere ai rimborsi e il deterioramento dei bilanci di queste entità finanziarie, in base alla portata della crisi che si genera, possono influenzare il mercato, causando la cosiddetta "corsa agli sportelli", che vedrà anche le banche e le istituzioni

meno colpite dal disastro costrette a liquidare le proprie attività per effettuare i rimborsi.

Ma, ovviamente, questa “vendita forzata” degli *assets* genera una diminuzione dei prezzi, indirizzando verso la via del fallimento anche quelle istituzioni, che sarebbero potute sopravvivere. A causare la crisi del 2008 fu un *iter* praticamente identico a quello appena descritto, ma a peggiorare le cose vi era la convinzione diffusa tra gli investitori che il mercato immobiliare americano fosse solido come una roccia e non potesse ammettere ipotesi di crollo: e invece fu sopravvalutato.

1.7 – *Deregulation*

Con il termine “*deregulation*” si indica un processo mediante il quale il governo di un paese garantisce la capacità autoregolatrice del mercato, attraverso l’eliminazione di tutte le restrizioni riguardanti l’economia nazionale, a partire dal potere di controllo governativo. In riferimento alla storia statunitense, si sono susseguiti diversi periodi storici in cui si sono alternati processi di “regolamentazione” e processi di “deregolamentazione”. Il periodo più concitato, sotto questo punto di vista, è stato quello immediatamente successivo allo scoppio della crisi del 1929, che ha visto la promulgazione di leggi idonee ad arginare gli effetti collaterali della crisi. Tra queste leggi, spicca il *Glass-Steagall Act* del 1933, un insieme di disposizioni emanate per porre un freno all’involuzione del sistema finanziario. Tale legge bancaria prende il nome dai suoi promotori Carter Glass ed Henry Steagall e mira, oltre che a regolamentare il mercato, a contrastare la speculazione e a prevenire possibili situazioni di panico bancario.

Il contenuto di questo insieme di norme prevede l’istituzione di una società che ha una funzione di garanzia per i depositi e di prevenzione per l’eventualità di corse agli sportelli; la distinzione dell’attività bancaria tradizionale dall’attività bancaria di investimento, vietando la possibilità ad un intermediario di svolgerle entrambe e sancendo il confine tra banche commerciali e banche di investimento. La previsione di quest’ultima istanza si è resa necessaria per evitare il rischio che il fallimento di un intermediario finanziario causasse il conseguente fallimento della banca tradizionale.

Il *Glass-Steagall Act* ha, dunque, posto le condizioni per la creazione di un periodo florido di stabilità finanziaria e bancaria, che ha avuto termine con l’emanazione del *Gramm-Leach-Bliley Act* (GLBA).

Si può dire che, da una parte, il *Glass-Steagall Act* del 1933 è stato un punto di riferimento in materia di regolamentazione del mercato, dall’altra il *Gramm-Leach-Bliley Act* del 1999 si pone come legge di riferimento in materia di deregolamentazione dei mercati.

A quest'ultimo agglomerato normativo non si è giunti d'improvviso, ma attraverso un graduale processo che, iniziato negli anni Settanta, si è concluso con la parziale sostituzione della precedente legge nel 1999.

Nello specifico, l'approvazione di questa legge ha determinato l'abrogazione del *Glass-Steagall Act*, finendo per soppiantare tutte le disposizioni da esso contenute, a partire da quelle riferite alla distinzione tra le due sfaccettature di attività bancaria.

Conosciuto anche come *Financial Services Modernization Act* of 1999, il GLBA, firmato dal presidente Bill Clinton il 12 Novembre, nacque come strumento d'accompagnamento necessario da affiancare all'evoluzione e alla modernizzazione del sistema finanziario, ma soprattutto come soluzione a qualcosa che rischiava di limitare l'infrastruttura monetaria: l'innovazione finanziaria, infatti, stava facendo il suo corso ed aveva generato una miriade di strumenti derivati rilevanti, e questo non era un bene per l'attività bancaria tradizionale, che vedeva diminuiti i suoi profitti. Per evitare ciò, si manifestò la necessità di ripristinare la riunificazione tra attività bancaria tradizionale e di investimento, in modo da dar respiro alle banche commerciali, che, altrimenti, avrebbero faticato a non fallire.

E così si è inaugurata la stagione della deregolamentazione, che ha visto la creazione di strumenti finanziari sempre più differenti e strutturati, l'aumento delle dimensioni delle banche, la diminuzione graduale del numero di banche e, di conseguenza, l'aumento della loro concentrazione, una maggior diffusione di prestiti rischiosi: tutto ciò ha contribuito a porre le basi per l'esplosione della crisi.

Quindi, si può dire che l'approvazione del *Gramm-Leach-Bliley Act*, favorendo le fusioni tra istituzioni finanziarie di vario genere, come banche commerciali, banche d'investimento e compagnie assicurative, ha condotto alla creazione di grandi agglomerati finanziari e gruppi di società. Infatti, sono proprio questi gli enti che durante il periodo di crisi si sono distinti negativamente, per via della propria leva finanziaria e dell'eccessiva superficialità nella conduzione e nello svolgimento della propria attività. L'improvvisa grandezza di queste istituzioni, provocata dalle fusioni, le ha spinte ad operare in modo meno oculato e più rischioso, forti della convinzione di quell'epoca, riassumibile nelle parole di Alan Greenspan "*If they're too big to fail, they're too big*" (*The New York Times*, 2009)¹⁹.

¹⁹ Espressione con cui ci si riferisce ad aziende (solitamente operanti nel settore bancario o d'investimento privato) considerate di interesse tanto rilevante da non poter essere abbandonate alla propria sorte in caso di ipotesi di fallimento («troppo grandi per fallire»): le conseguenze sulla stabilità economico-finanziaria di un elevato numero di soggetti economici sarebbero infatti talmente gravi da rendere necessaria l'assunzione di responsabilità da parte dello Stato (e delle banche centrali) con l'erogazione di sussidi pubblici, nonostante il rischio di generare così comportamenti di moral hazard. (Fonte: Treccani)

La relazione rischio/rendimento veniva presa in considerazione solo dal lato del rendimento, trascurando la dimensione rischio, poiché si credeva che, per quanto un'attività potesse essere rischiosa, se acquistata da un grande istituto finanziario, la minaccia di insolvenza subiva un ridimensionamento, grazie al fatto che mai si sarebbe lasciato fallire un gigante della finanza, provocando un disastro economico.

Ma, la storia insegna che questo fu vero a metà, perché la crisi del 2008 non risparmiò nessuno.

La componente normativa di deregolamentazione di quel periodo non si esaurisce nei due soli *Acts* analizzati sopra: il 21 dicembre 2000 Bill Clinton ha posto la sua firma per l'approvazione di un'ulteriore legge, definita *Commodity Futures Modernization Act* (CFMA). Essa ha sortito, come effetto immediato, quello di svincolare gli strumenti derivati dal controllo della *Security and Exchange Commission* (SEC), ma anche della *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC)²⁰, contribuendo ad autorizzarne le negoziazioni over the counter (OTC), al di fuori di un mercato regolamentato, per mancanza di requisiti.

Di conseguenza, una legislazione meno stringente su tali strumenti, accompagnata da una sempre più progressiva innovazione ha fatto diffondere a macchia d'olio le transazioni in questo settore.

Il CFMA ha, essenzialmente, apportato una liberalizzazione dei controlli su questi titoli, basandosi sul fatto che essi erano destinati a pochi operatori professionisti sul mercato, consci dei rischi sulle operazioni, ma non solo, esso ha deregolamentato, oltre che il sistema finanziario, anche il settore delle materie prime, contribuendo alla crescita della speculazione anche in tale campo, per via delle transazioni OTC: questo causò uno squilibrio totale con i prezzi scambiati, invece, nei mercati regolamentati.

Il CFMA, come il GLBA, ha riformato in modo drastico e repentino una legislazione finalizzata a svolgere una funzione di protezione dei mercati dagli sbalzi di prezzo. Quindi, in sintesi, si possono porre come simbolo della deregolamentazione statunitense due acronimi, CFMA e GLBA, che stanno ad identificare il processo di modifiche normative che si è realizzato a cavallo tra il primo ed il secondo millennio.

²⁰ La US *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) è un'agenzia indipendente del governo degli Stati Uniti creata nel 1974, che regola i mercati dei derivati statunitensi, che comprende *futures*, *swap* e alcuni tipi di opzioni. *The Commodity Exchange Act* (CEA) vieta comportamenti fraudolenti nella negoziazione di *futures*, *swap* e altri derivati. La missione dichiarata del CFTC è quella di promuovere l'integrità, la resilienza e la vivacità dei mercati dei derivati statunitensi attraverso una solida regolamentazione. (Fonte: Wikipedia)

Nell'epoca post-crisi, per arginare gli effetti negativi il nuovo presidente degli Stati Uniti Barack Obama ha provveduto all'emanazione del *Dodd-Frank Wall Street Reform Act* il 21 luglio 2010: l'obiettivo di questo strumento era regolamentare nuovamente il sistema, perseguendo la stabilità finanziaria, attraverso la creazione di due nuove agenzie, *Financial Stability Oversight Council* (FSOC) e *Office of Financial Research* (OFR); modificando la normativa in materia di fallimento e liquidazione degli istituti finanziari; sottoponendo al controllo della SEC i vari operatori di *hedge funds* e di fondi di *private equity*; vietando alle banche commerciali investimenti in questi ultimi e negoziazioni in conto proprio; migliorando la regolamentazione dei titoli; aumentando la protezione per gli investitori; garantendo più trasparenza nei mercati.

1.8 – *American dream*

L'american dream è un concetto che racchiude in due parole la capacità della terra americana di offrire a tutti la possibilità di crearsi il proprio futuro, ribadendo il mito del *self made man*²¹ e allontanando ogni tipologia di nepotismo, favoritismo e raccomandazione. Non è altro che un riferimento alla speranza insita in ogni americano ed in ogni amante di questa terra che, attraverso la laboriosità, il sacrificio e la determinazione, la propria vita possa fare quel salto di qualità traducibile in ricchezza, successo, quindi, felicità. Per tracciare le origini di questo pensiero, occorre tornare indietro fino alla Rivoluzione Industriale, periodo storico che permise a molti di migliorare la propria condizione sociale ed economica, attraverso la migrazione nelle zone più floride e in via di sviluppo. Quindi, anche i fenomeni migratori dall'Europa occidentale, dalla Cina e dal Giappone che hanno interessato l'America nel XIX secolo e nel XX secolo, sono da inquadrare nella ricerca del sogno americano. In particolar modo, l'immigrazione intesa come fuga da guerre e da regimi totalitari, si trasforma in necessità di cercare fortuna altrove e dà origine alla formazione di molti quartieri che, nelle maggiori città, ospitano le diverse minoranze etniche.

Su questa scia, si giunge negli anni Ottanta/Novanta, nell'epoca del consumismo²², dell'innovazione

²¹ Nella cultura americana indica il mito dell'uomo che come i padri pellegrini partendo dal basso raggiunge da solo per meriti propri il successo, la ricchezza e la celebrità. (Fonte: Wikipedia)

²² Il consumismo è un fenomeno economico-sociale tipico delle società industrializzate che consiste nell'acquisto indiscriminato di beni di consumo da parte della massa. Negli anni sessanta, l'economia degli Stati Uniti e dei paesi dell'Europa occidentale, Italia inclusa, attraversò un periodo di espansione. Questo fenomeno, unito alla promulgazione di leggi che, ispirate dal Welfare state britannico, ebbero l'effetto di diminuire le diseguaglianze economiche, fece raggiungere ai paesi occidentali un grado di prosperità fino ad allora sconosciuto. Vi fu un arricchimento generale, testimoniato dall'aumento della domanda di generi alimentari e dei beni di consumo. Il

tecnologica, durante la quale si rileva un entusiasmo alle stelle, soprattutto da parte dei giovani, fiduciosi che, investendo il proprio tempo, le proprie energie e il proprio denaro, possano scrivere pagine di successo nella propria vita. Ed è, infatti, in questo periodo che iniziano a divenire famosi i racconti di chi ce l'ha fatta, di chi, partendo dal nulla, con pochi spicci, si è arricchito, divenendo milionario. Questa impostazione era alla base anche del pensiero degli americani nei primi anni del Duemila: la maggior parte di essi vedeva nei mercati finanziari una sorta di opportunità ineguagliabile per far prendere alla propria vita una piega diversa, positiva rispetto a come poteva essere prima. Per la precisione, quest'opportunità proveniva dal settore bancario, che offriva a tutti gli americani la possibilità di accendere un mutuo. Questa era la novità più importante: anche chi, in condizioni normali, non avrebbe potuto permetterselo, diveniva in quel periodo idoneo a sostenere un prestito ingente. Era il simbolo dell'*american dream* che si manifestava e ogni individuo non avrebbe potuto far a meno di rincorrerlo, era un treno che sarebbe passato una volta sola nella vita, c'era la necessità di cogliere l'attimo, di prenderlo al volo, di non lasciarselo sfuggire.

Quindi, si può dire che la capacità di giudizio degli americani fu offuscata da ragionamenti di questo tipo, forse utopici, perché veniva professato un modello sociale che avrebbe minimizzato, se non proprio azzerato, le disuguaglianze. Ma evidentemente non è stato sufficiente, perché in quel periodo gli individui, accettando questo sistema di cose, hanno vissuto al di sopra delle loro possibilità, conducendo uno stile di vita "sopra le righe" e facendosi beffe del resto dei soggetti: il problema è che lo hanno fatto per troppo tempo.

Infatti, quando la realtà si è rivelata come tale, è venuta fuori l'impossibilità di molte persone di permettersi un mutuo ed essa si è tradotta nell'insolvenza di questi soggetti, causando, appunto, lo scoppio della crisi.

Si può dire, quindi, che quest'ultima sia stata causata anche dall'ambizione e dalle convinzioni della gente comune, che, inseguendo un sogno, lo ha visto infrangersi su un grande scoglio, passato alla storia come "crisi dei *subprime*".

consumismo fu aiutato dalla diffusione di strumenti di credito al consumo, tra cui la carta di credito, i quali consentivano di acquistare beni pur non avendo il denaro necessario per l'acquisto. (Fonte: Wikipedia)

Capitolo 2 – Gli investitori che hanno previsto la crisi finanziaria

In questo capitolo verranno delineati i profili di alcuni investitori che, grazie al proprio acume e ad attente analisi tecniche, sono stati in grado di recepire i segnali negativi provenienti dal mercato immobiliare e da quello finanziario e di volgerli a proprio favore, attraverso operazioni mirate ed efficaci. In questo modo, captando le anomalie del sistema finanziario, essi, pur essendo figure stravaganti e fortemente bizzarre, hanno potuto rilevare la presenza di una bolla che, man mano che trascorrevano il tempo, si faceva sempre più grande e con essa aumentava anche la portata dell'onda d'urto che il suo scoppio avrebbe provocato: sulla base di questi presupposti, tali personaggi hanno posto in essere delle operazioni d'investimento lecite, seppur speculative, che hanno permesso loro di conseguire ingenti guadagni e di arricchire il proprio patrimonio e quello delle società per cui lavoravano.

Nello specifico, saranno descritti e raccontati i comportamenti adottati fino al 2008 da Michael Burry, Steve Eisman, Jamie Mai e Charlie Ledley.

Queste personalità, dotate di differente grado di giudizio in base alle diverse esperienze maturate nell'ambito finanziario e, in particolar modo, tra i corridoi di *Wall Street*, si sono trovate a convergere su un tema altamente complesso e non affatto semplice da assimilare. In più, essi hanno dimostrato che, per quanto il *background* culturale ed accademico possa differire di persona in persona, attraverso l'accurata valutazione dei fondamentali delle scienze dell'economia e della finanza, è possibile giungere alla stessa conclusione, finendo per sostenere una tesi comune, che in questo caso si è rilevata assolutamente puntuale ed appropriata.

Inoltre, in questo capitolo, narrando le storie dei personaggi sopracitati, alcuni aspetti personali delle loro vite, le loro modalità d'investimento e il modo in cui essi guardavano al futuro prossimo, la crisi verrà descritta sotto un altro aspetto, da un altro punto di vista e sarà vissuta dai protagonisti come un evento fortemente atteso, un beneficio ineguagliabile, qualcosa che capita una volta ogni secolo: sarà considerata l'opportunità della vita.

2.1 – *Michael Burry*

La figura di Michael Burry, così come quelle degli altri protagonisti di questo capitolo, è estremamente originale e, a momenti, complicata da trattare: si parla, infatti, di un vero e proprio “genio” della finanza, che, anticipando tutti, ha realizzato una previsione totalmente corretta, non lasciandosi offuscare dall’avidità, ma ragionando attentamente su ciò che accadeva in ambito finanziario.

Michael Burry è nato il 19 Giugno del 1971 a San Jose, in California, città in cui è rimasto fino agli inizi della carriera universitaria. All’età di due anni gli è stata diagnosticata una malattia rara, riconducibile ad una sconosciuta tipologia di tumore e, in seguito all’operazione chirurgica alla quale si è sottoposto per asportare quel brutto male, egli ha perso il suo occhio sinistro, sostituitogli poi con un occhio di vetro. Questo evento ha fortemente condizionato lo sviluppo delle sue relazioni sociali, ma soprattutto l’ha indotto ad avere una visione del mondo totalmente diversa, più astrusa, ma allo stesso tempo completa, poiché la soluzione era prestare profondo ascolto alle parole degli altri, piuttosto che affaticarsi a guardarli negli occhi. Questo aspetto della sua vita privata ha avuto forti ripercussioni anche sulla sua vita professionale, perché ha totalmente limitato la possibilità di interagire faccia a faccia con i suoi capi, con i suoi colleghi e con i suoi investitori.

Ma, oltre a ciò, la conseguenza peggiore è stata l’influenza che il suo essere monocolo ha avuto sul suo modo di essere, sui suoi comportamenti, sulla sua capacità di relazionarsi ed interagire, anche se, certamente, questo non è stato reso più semplice dalle persone che si trovava di fronte – da bambino, durante una partita di *football* americano, per uno scontro di gioco perse il suo occhio di vetro, andando incontro al disgusto dei presenti e dei suoi compagni, i quali da allora iniziarono a chiedergli ogni giorno di protruderlo.

Burry stesso attribuiva alla sua condizione la causa della maggior parte dei suoi tratti caratteriali, come l’introversione, quindi l’essere chiuso, schivo, asociale, ma anche l’intuizione e la concentrazione, che riteneva il frutto della mancanza di interesse verso le interazioni umane, l’empatia, l’onestà e la tendenza a stare da solo. Infatti, se ne stava da solo in ufficio, minimizzando i contatti col mondo esterno, e prediligeva sport individuali, come il nuoto, ma in questo modo si ritrovò a vivere una vita priva di amicizie e di persone con cui condividere un momento di svago, un interesse: durante gli studi universitari riuscì a stringere un’amicizia con due suoi coetanei, che riteneva veri amici, ma che aveva visto di persona soltanto qualche volta, essendo un rapporto meramente “epistolare”, fondato sullo scambio di e-mail.

Dopo aver frequentato la Santa Teresa High School a San Jose, Burry si iscrisse alla facoltà di medicina della UCLA (University of California, Los Angeles), dove si laureò, divenendo dottore. Iniziò a lavorare da specializzando in neurologia e patologia presso lo Stanford Hospital e, nonostante i suoi comportamenti “atipici”, mantenne il proprio lavoro – i suoi responsabili gli prescrissero una visita psichiatrica, dalla quale emerse che era affetto da disturbo bipolare.

Indirettamente, egli stesso confermava la veridicità di questa diagnosi, asserendo che la sua intenzione di diventare dottore, piuttosto che essere legata alla volontà di aiutare le persone, dipendeva dalla sua convinzione di non trovare una facoltà che fosse abbastanza difficile e che si rivelasse all’altezza delle sue capacità. Quantunque non fosse bipolare, si può certamente dire che era una persona bizzarra, con dei comportamenti strani, tendente all’autoisolamento e che, nonostante la sua profonda infelicità, il suo malessere generale, trovava sprazzi di gioia soltanto nella sua solitudine²³: per lui, il capro espiatorio di tutto era quell’occhio di vetro che da una parte determinava il suo “essere diverso”, dall’altra valorizzava questa sua diversità, permettendogli di essere più concentrato, astuto e in gamba degli altri.

In seguito, durante una visita psicologica, Burry scoprì che suo figlio è affetto da Sindrome di Asperger, ma si renderà conto, leggendo con sua moglie un libro su tale sindrome, che esso non fa altro che descrivere, invece, i suoi comportamenti e il suo modo d’essere: si renderà conto che la causa dell’essere differente e della sua espressione sociale non è l’occhio di vetro, ma una malattia – capirà che suo figlio ha potuto ereditare questa malattia trasmissibile geneticamente soltanto da suo padre.

Durante il periodo universitario, Burry studiava e lavorava di giorno, mentre di notte, come *hobby*, si dedicava agli investimenti finanziari, passione ereditata da suo padre, il quale, dopo avergli presentato il mondo dei mercati azionari, gli suggerì di non fidarsi mai di tale “mondo corrotto”. Sulla base di tali insegnamenti, egli iniziò a sviluppare questo nuovo interesse, elaborando anche teorie personali, secondo le quali l’attitudine all’investimento è qualcosa che nasce solo attraverso lo studio autodidattico, non ci sono scuole in grado di insegnare una teoria d’investimento universale e non si può pensare di ridurre tutto a semplici numeri, grafici e modelli. Così facendo, nel novembre del 1996, creò un blog in materia di investimenti chiamato *techstocks.com*. In poco tempo, il sito iniziò a crescere a dismisura, attirando l’attenzione, oltre che dei risparmiatori della Silicon Valley, anche degli investitori più esperti operanti a *Wall Street*, che finivano per

²³Nonostante ciò ebbe due matrimoni: il primo con una donna di origini coreane, ma finì perché era un rapporto a distanza; il secondo con l’attuale moglie di origine vietnamita, che l’ha accettato per com’è e l’ha reso padre – si sono conosciuti su Match.com e la moglie è stata subito attratta dalla sua onestà, espressa nella descrizione di sé “studente di medicina con un solo occhio, bizzarri comportamenti sociali e \$145.000 di debiti di studio”.

emulare le operazioni di *trading* poste in essere Burry. Questi ne apprezzavano l'operato perché la sua percentuale di profitti era parecchio alta e perché era riuscito ad andare in positivo anche durante la "Bolla delle Dot-com", ma soprattutto erano fortemente affascinati dalle spiegazioni che Burry dava delle sue operazioni. Pian piano stava allargando la portata della sua reputazione, tant'è che partecipavano alle discussioni sul suo sito anche impiegati di banche di investimento come Morgan Stanley.

In seguito, per via della morte di suo padre, Burry fece definitivamente ritorno a San Jose, lasciando tutto, licenziandosi dallo Stanford Hospital e chiudendo il suo blog: nella sua città natale aveva capito che il suo futuro era nel settore finanziario e poteva realizzarlo solo aprendo un fondo d'investimento. Ma aprire un fondo non era affatto semplice per un uomo che aveva \$145.000 di debiti universitari, così mise insieme \$40.000 di risparmi più altri \$50.000 ottenuti a titolo di risarcimento per la morte del padre, avvenuta a causa di una diagnosi errata effettuata da un oncologo: dotato di questo capitale, Michael Burry aprì il suo *hedge fund* al quale attribuì il nome "*Scion Capital*"²⁴.

Per divenire investitori di questo fondo, il requisito patrimoniale netto minimo era di \$15 milioni: così Burry garantiva credibilità e autorevolezza al suo fondo, coerentemente alla fama che si era guadagnato fino a quel momento. Inoltre, egli limitava il diritto di recesso degli investitori, impedendo loro di ritirare i propri fondi se non fosse passato almeno un anno: questo per evitare che situazioni di panico generale compromettessero gli investimenti e per attirare maggiormente investitori intenzionati ad assumere posizioni di lungo periodo sul mercato azionario.

Non appena si seppe di questa operazione, numerose furono le società che chiamarono Burry per finanziare il suo fondo, ma la sua scelta ricadde sul fondo d'investimento *Gotham Capital* di *New York City*, diretto da Joel Greenblatt. Quest'ultimo disse espressamente a Burry che, seguendolo già quando era un semplice blogger, aspettava solo il momento in cui avrebbe lasciato il campo medico per dedicarsi esclusivamente a quello finanziario ed egli non poté evitare di accettare la sua offerta, dal momento che Greenblatt, con il suo libro "*You can Be a Stock Market Genius*", aveva contribuito alla formazione di Burry in materia di investimenti.

Così Joel Greenblatt investì \$1 milione per acquisire il 25% di *Scion Capital*, ma non fu l'unico, poiché anche Jack Byrne, che gestiva *White Mountains*, decise di investire \$600.000 per delle quote del fondo, oltre ad assumere un impegno futuro di \$10 milioni. Poco dopo l'istituzione, il fondo già registrava *performance* spettacolari: nel 2001 l'indice S&P 500 era sceso 11.88%, mentre *Scion Capital* era salito del 55%; lo stesso

²⁴ Dal nome del libro preferito di Michael Burry "*The Scions of Shannara*".

l'anno successivo, S&P 500 aveva lasciato un ulteriore 22.1%, mentre *Scion* aveva guadagnato il 16% in più. E così continuò questo trend positivo, tant'è che verso la fine del 2004 Burry gestiva circa \$600 milioni.

Ovviamente le sue prestazioni generarono un sentimento di incredulità abbastanza diffuso tra le mura di *Wall Street*, ma, fra critiche e gesti di ammirazione, la genialità di Michael Burry non aveva eguali. Infatti, egli non poneva in essere operazioni articolate o frutto di una pianificazione labirintica, tutt'altro; egli semplicemente analizzava accuratamente i bilanci di società che riteneva fossero sottovalutate e, qualora accertasse tale condizione, vi investiva: quindi, era un investitore rialzista, non “*shortava*” azioni (e lo conferma egli stesso dicendo che “*le azioni possono scendere soltanto fino a zero, mentre possono salire all’infinito*²⁵”) perché credeva che vendere allo scoperto significasse assumersi un rischio potenzialmente illimitato.

Tuttavia, la caratteristica che lo distingueva dagli altri operatori del mercato era che le sue analisi si rivelavano infallibili e tali da giustificare importanti risultati.

Nei primi mesi del 2004, Burry iniziò a dedicarsi per la prima volta al mercato obbligazionario e, analizzandolo, finì per diventare una sorta di ossessione per lui, cercò di apprendere tutto quanto ci fosse da sapere su prestatori, prenditori e sulle modalità di erogazione dei prestiti, passando ore, giorni, chiuso nel suo ufficio, rigorosamente a piedi nudi, per capire il funzionamento di questo mercato per lui nuovo.

In particolar modo, ad attirare maggiormente la sua attenzione vi furono le obbligazioni ipotecarie garantite da mutui *subprime* e ottenute attraverso il processo di cartolarizzazione: iniziò, dunque, a spacchettare ogni singola obbligazione, così da effettuare un’analisi delle migliaia di mutui in esse incorporati.

Per questa operazione di controllo Burry impiegò qualche mese, tuttavia essa era necessaria, leggere tale documentazione era fondamentale per capire ciò che stava trattando (d'altronde, analisi approfondite di questo genere sono necessarie per qualunque strumento finanziario si voglia acquistare o vendere allo scoperto, anche se si tratta di analizzare pagine e pagine di prospetti che di solito è sufficiente conoscano soltanto gli avvocati che si occupano della loro stesura).

Solo a questo punto Burry poté capire che i criteri di esercizio del credito si erano lentamente deteriorati e avevano determinato una graduale rivalutazione dei requisiti precedentemente richiesti; in più, egli aveva notato il meccanismo di cambiamento dei tassi di interesse che interessava questi mutui – essi erano

²⁵Intervista a Michael Burry.

semplicemente mutui ad un tasso fisso iniziale (generalmente basso) che nel tempo sarebbe divenuto variabile²⁶, così che con la crescita di tali tassi l'ammontare delle rate sarebbe aumentato a dismisura portando all'insolvenza numerosi mutuatari. Ad esempio, mutui accesi nel 2005 ad un tasso fisso del 6% avrebbero visto quest'ultimo passare nel 2007 all'11%, quasi raddoppiando. E se molti mutuatari si fossero dimostrati insolventi, le obbligazioni garantite da questi mutui sarebbero crollate. Secondo Burry il cambiamento da tasso fisso a tasso variabile sarebbe avvenuto nel secondo trimestre del 2007.

Dunque, per la prima volta nella sua carriera da investitore si trovò dinanzi alla possibilità di trarre un ingente profitto da un'operazione finanziaria al ribasso. Egli era fortemente convinto che una buona parte di questi mutui di scarsa qualità sarebbe andata incontro all'insolvenza dei debitori, causando enormi perdite di capitali e il crollo degli MBS contenenti i *subprime*, perciò l'unica soluzione era venderli allo scoperto e, di conseguenza, scommettere contro il mercato immobiliare. Vi era però un ostacolo: queste obbligazioni ipotecarie non potevano essere vendute allo scoperto, occorreva esserne in possesso per venderle, quindi non si poteva scommettere esplicitamente contro di esse.

Così, a Burry vennero in mente i *Credit Default Swaps*, uno strumento che già conosceva perché trattato tempo prima in ambito societario – aveva acquistato CDS per assicurarsi dal rischio di insolvenza di alcune società aventi problemi economico-finanziari. Nello specifico, la sua idea era: *Credit Default Swaps* su obbligazioni ipotecarie garantite da mutui *subprime*. Burry credeva di aver individuato una bolla e riteneva necessario muoversi subito, prima che anche altri scoprissero che tali mutui in realtà fossero una bomba ad orologeria e che i margini di profitto diminuissero drasticamente. Il problema, però, era che non esistevano CDS su obbligazioni ipotecarie, quindi l'unica soluzione era crearne.

Così, Burry passò alla ricerca delle banche di investimento più idonee a creare questo strumento su sua esplicita richiesta: scartò a priori Bear Stearns e Lehman Brothers, perché erano le più esposte nel mercato dei bond ipotecari ed effettuò una valutazione delle altre banche di investimento, di quelle che credeva avessero meno possibilità di andare in bancarotta, delle uniche in grado di garantirgli il pagamento finale (Goldman Sachs, Morgan Stanley, Deutsche Bank, Bank of America, UBS, Merrill Lynch, Citigroup). Inizialmente, soltanto Goldman Sachs e Deutsche Bank accolsero la sua proposta, le altre neppure sapevano di cosa parlasse.

Così, dopo aver definito contrattualmente l'impegno di Deutsche Bank a corrispondere l'intero pagamento

²⁶Oltre a questa tipologia di mutui, vi erano anche i mutui "*interest-only*", che davano la possibilità al mutuatario di pagare solo la quota interessi per un determinato periodo di tempo (tipicamente 5-10 anni) e i mutui "*pick-payment*", che permettevano ai mutuatari di scegliere un tipo di pagamento mensile.

una volta che il mercato fosse crollato, il 19 maggio 2005 Burry acquistò i primi CDS per un ammontare di \$60 milioni – \$10 milioni su sei diverse obbligazioni scelte capillarmente tra le più rischiose, dopo un’approfondita analisi finanziaria. Egli cercava i peggiori tra i mutui *subprime*, così da scommettere contro strumenti la cui probabilità di insolvenza, a suo dire, era prossima al 100%.

Inoltre, i prezzi dei CDS erano influenzati dai *ratings* sulle obbligazioni effettuati dalle agenzie di *rating*, quindi, a seconda del livello di *tranche*, chi acquistava un *Credit Default Swap* era tenuto a pagare 20 punti base²⁷ sulle *tranche* più alte e meno rischiose, cioè le AAA, 50 punti base sulle A, 200 punti base sulle BBB, le più rischiose. Le *tranches* BBB erano l’oggetto del desiderio di Burry, dal momento che, se il 7% dei mutui sottostanti si fosse rivelato insoluto, esse sarebbero crollate drasticamente.

Dopo diversi tentativi, Burry riuscì a convincere anche Bank of America a vendergli CDS per un ammontare \$5 milioni ad operazione: in tutto furono decine di operazioni per un totale di centinaia di milioni di dollari in “coperture assicurative”. Fu il primo in assoluto a muoversi in questa direzione, tanto che Goldman Sachs, oltre a vendergli questo tipo di assicurazione su obbligazioni ipotecarie, si congratulò con lui in quanto prima persona fuori e dentro *Wall Street* che aveva acquistato questo particolare tipo di strumento. Ma, per capire quanto il sistema fosse, a suo parere, avido ed incosciente, è doveroso menzionare un episodio simbolo: a giugno del 2005, Burry ricevette una chiamata da Goldman Sachs, la quale, dopo avergli venduto, come le altre banche, un’enorme quantità di CDS a prezzi “stracciati”, gli propose di aumentare la sua posizione fino ad arrivare a \$100 milioni di CDS per ogni obbligazione ipotecaria assicurata, una cifra immensa.

Alla fine di luglio egli possedeva circa \$750 milioni in CDS su *tranches* BBB di obbligazioni ipotecarie garantite da mutui *subprime*, ma nell’ottobre del 2005 questa cifra era aumentata ed ammontava a più di \$1 miliardo.

Burry, però, non aveva fatto i conti con i suoi investitori, dal momento che in un certo senso diffidavano di questo suo nuovo interesse verso il mercato obbligazionario. Inizialmente, poiché credeva che lo *Scion Capital* non avesse niente a che fare con questo settore, essendo un fondo basato sull’investimento in azioni sottovalutate, la sua idea era quella di costituire un nuovo fondo in cui far confluire soltanto CDS e di chiamarlo *Milton’s Opus*. Così avanzò questa proposta ai suoi investitori, ma fu quasi immediatamente bocciata dai

²⁷Essi sono un’unità di misura utilizzata generalmente per le variazioni delle percentuali finanziarie: 1 punto base corrisponde a 0,01%. Nel caso dei CDS, l’ammontare da pagare per acquistarli, espresso in punti base, equivale ad una percentuale del valore dello strumento assicurato.

profondi dubbi che li attanagliavano, qualcuno si chiedeva perché Burry avesse cambiato il suo campo d'azione, qualcuno non sapeva cosa fossero questi *Credit Default Swap*, altri non avevano alcuna fiducia nella sua capacità di prevedere *trends* macroeconomici, altri ancora si chiedevano se non stesse già ponendo in essere tali operazioni con il loro denaro.

Nell'ottobre del 2005, in una delle sue regolari informative trimestrali ai suoi investitori, mise questi ultimi a conoscenza dei suoi investimenti in CDS pari a \$1 miliardo, spiegando loro che “in alcuni casi il mercato commette degli errori, assumendo comportamenti e ponendo in essere azioni senza curarsi delle potenziali conseguenze negative” (come creazione di bolle, crisi finanziarie, crollo dell'economia). “Sulla base di ciò” dice Burry “di rado vengono alla luce delle opportunità che, se colte, permetterebbero di ottenere profitti straordinari. Assumere posizioni *short* sugli MBS più problematici, attraverso i CDS, oggi rappresenta una di quelle opportunità uniche nella vita. Ogni bolla può essere prevista, se si guardano precisi indicatori come l'aumento del tasso di frode relativo ai mutui”²⁸.

D'altronde, egli già nel 2003 aveva criticato le parole di Alan Greenspan, il quale assicurava che l'aumento dei prezzi delle case non avrebbe contribuito alla creazione di una bolla immobiliare: Burry era fortemente in disaccordo, perché riteneva che, nel momento in cui i tassi sarebbero saliti, i mutuatari sarebbero divenuti insolventi, le persone avrebbero perso il proprio lavoro e le proprie case e queste ultime non avrebbero avuto più un mercato solido, perché i prezzi sarebbero crollati a causa della forte diminuzione della domanda. Tuttavia, come prevedibile, gli investitori dello *Scion Capital* nutrono incertezza anche di fronte all'ennesima informativa, chiunque si chiedeva perché uno dei migliori investitori azionari stesse facendo ciò, ma soprattutto ognuno temeva per il proprio capitale. Però, quello che più infastidiva Burry di questo atteggiamento era che lui sin dall'inizio aveva chiesto di essere giudicato sul lungo periodo dai suoi investitori, invece essi lo facevano giorno per giorno, accecati dal desiderio di sapere quanto avesse guadagnato sulle azioni, piuttosto che quanto dovessero pagare di premi assicurativi.

Verso la fine del 2005 Burry iniziò a ricevere delle telefonate da un *trader* di Goldman Sachs, il quale gli chiedeva perché avesse comprato *Credit Default Swaps* su specifiche *tranches* di obbligazioni ipotecarie *subprime* e da tale Greg Lippmann, capo del settore *subprime* di Deutsche Bank, che invece gli chiedeva se fosse disposto a rivendergli i CDS che aveva acquistato a maggio dello stesso anno. Non solo, Lippmann voleva acquistare a tutti i costi qualunque CDS si trovasse nel portafoglio di Burry, il quale però si vide costretto a rifiutare l'offerta. Ancora, Veronica Grinstein, *saleswoman* di Goldman Sachs, voleva riacquistare

²⁸“Quarterly letters to investors”.

\$25 milioni di CDS ad un prezzo generoso, così da poter placare l'ira del *management*.

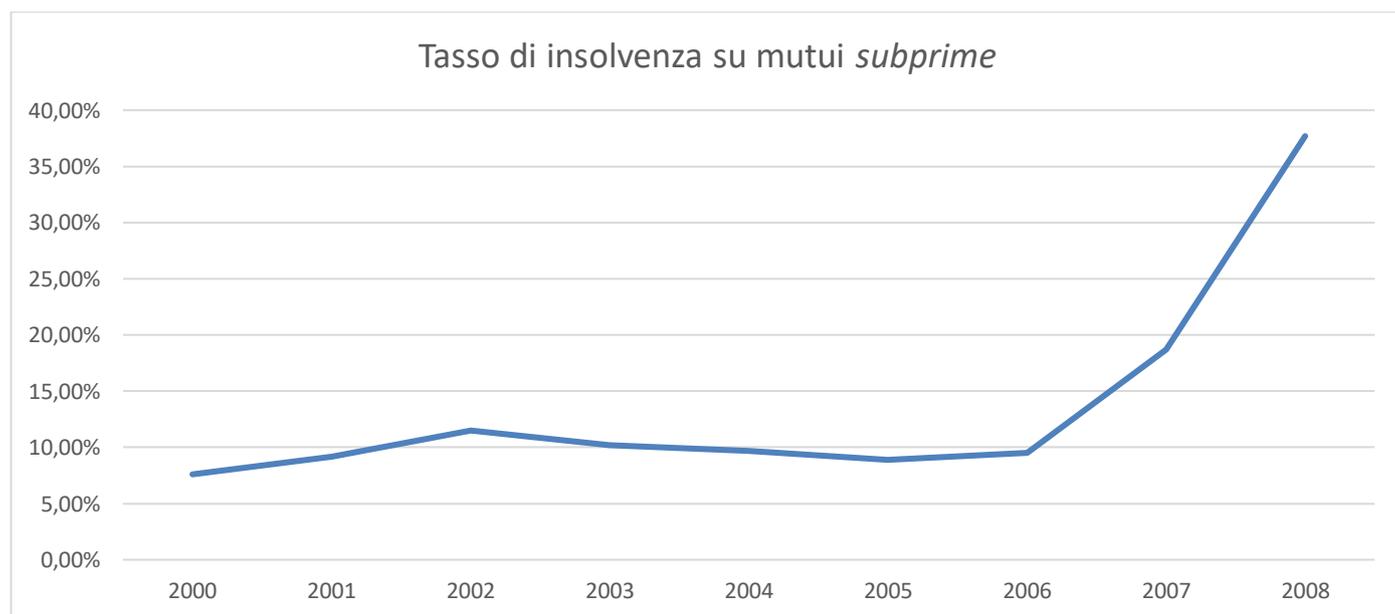
Morgan Stanley, anche. Voleva acquistare tutto ciò che Burry potesse vendere. Egli non capiva perché, d'improvviso, tutte queste banche volessero assicurarsi dai *subprime*, finché non si diede una spiegazione: il tasso di insolvenza stava crescendo a dismisura e, se mesi prima aveva capito che questi mutui erano fatti per fallire, a novembre questo stava accadendo, allora continuò a comprare CDS per un totale che nell'aprile 2006 ammontava a \$1.9 miliardi. Si può dire che, da buon medico, era stato il primo investitore a "diagnosticare" un'anomalia nel sistema finanziario americano, già nel 2003. Nella primavera del 2005 era stato il primo a muoversi, esponendosi contro i *subprime* e contro le obbligazioni, attraverso le quali circolavano tali mutui.

Nel febbraio del 2007, coerentemente alle sue previsioni, il numero di *default* dei mutui *subprime* era cresciuto come mai prima di quel momento. Tuttavia, Burry si era assicurato su obbligazioni composte da mutui erogati fino al 2005, mentre sul mercato si riteneva che i prestiti fino al 2005 fossero più solidi di quelli del 2006. Per smentire queste affermazioni, commissionò un'indagine privata, con la quale provò che i mutui erogati fino al 2005 avevano il doppio delle probabilità di fallire rispetto a quelli del 2006, quindi erano, oltre che i meno sicuri, quelli più coerenti con le date individuate, in cui i tassi d'interesse sarebbero cambiati.

Inoltre, tra il 2006 e il 2007 Burry aveva inviato una lista che descriveva la sua dotazione di CDS a Goldman Sachs, a Bank of America e a Morgan Stanley, per farsi un'idea di quali potessero i prezzi di mercato in quel periodo. Ma la situazione era paradossale, perché da una parte la percentuale di *default* cresceva sempre di più, dall'altra i prezzi dei CDS diminuivano: inoltre, le banche appena citate e tutte quelle che avevano venduto *swaps* a Burry determinavano l'ammontare delle sue posizioni, trascurando le cattive notizie provenienti dal mercato e, anzi, usando le buone notizie come scusa per aumentare i premi periodici che *Scion Capital* avrebbe dovuto versare. Allora iniziarono a sorgere i primi dubbi sull'effettiva liceità del mercato dei CDS, Burry si chiedeva se questi non fossero in realtà una frode. Ma questo non era l'unico pensiero che lo tormentava dal momento che, tra la fine del 2006 e la metà del 2007, gli investitori avrebbero potuto ritirare circa \$302 milioni. Per evitare questa riduzione di capitale, che avrebbe comportato l'annullamento dei contratti CDS e una perdita elevata, e dato il sostanziale declino dei prezzi delle case negli USA nell'ottobre del 2006, preceduto dal crollo dell'indice ABX²⁹, Burry decise di appellarsi ai termini dell'accordo sottoscritto da lui e dai suoi investitori, limitando ulteriormente il loro diritto di recesso e mantenendo vincolati i soldi investiti in titoli privi di mercato e non liberamente scambiabili. Quest'imposizione ovviamente fece adirare tutti i suoi investitori, tra cui Joel Greenblatt che volò da New York a San Jose per esortare Burry a vendere tutto e a rendergli i \$100 milioni che aveva investito nel fondo. In più, il valore di *Scion Capital*, dal momento in cui aveva acquistato i primi

²⁹ L'indice che indicava l'andamento delle obbligazioni ipotecarie valutate con una tripla B.

CDS, era sceso del 18.4%. Eppure, gli eventi andavano a favore di Burry, i risultati no: infatti, tre grandi istituti prestatori di mutui erano falliti e il *Center for Responsible Lending*³⁰ prevedeva che nel 2007 più di 2 milioni di mutuatari avrebbero perso le loro case, ma, nonostante ciò, i prezzi dei CDS stentavano a muoversi e le obbligazioni continuavano a non riflettere ciò che accadeva al sottostante. Poi qualcosa cambiò. Il 14 giugno del 2007 Bear Stearns dovette chiudere due suoi *hedge funds* attivi nel mercato dei *subprime* e, secondo Burry, anche Goldman Sachs, con cui aveva più posizioni aperte, sembrava iniziare a dare segni di declino: difatti, della sua referente Veronica Grinstein non vi era più traccia, non rispondeva alle sue chiamate, né alle sue e-mails, finché non ricomparve dopo cinque giorni per dirgli che le sue posizioni, nonostante il crollo dell'ABX, non si erano mosse. Il 29 giugno ricevette una chiamata di Art Ringness, suo referente per le transazioni con Morgan Stanley, il quale gli confermava che le quotazioni erano corrette, dunque anche con Morgan Stanley le sue posizioni non si erano mosse. Ma, in effetti, fu soltanto questione di giorni prima che le posizioni assunte con Goldman Sachs iniziassero a salire e purtroppo questo coincise con l'inizio del collasso totale del mercato – si vociferava che Global Alpha, un fondo di Goldman Sachs, avesse sofferto forti perdite nei *subprime* tanto da indurre la banca d'investimento a cambiare drasticamente strategia, passando da scommettere sulle obbligazioni *subprime* a scommettere contro le obbligazioni *subprime*. Il tasso di insolvenza su questi mutui era cresciuto passando dal 18.68% di giugno al 37.7% della fine del 2007, più di un terzo dei *subprime* era in *default*, una cifra abbastanza alta da giustificare il collasso del sistema.



Andamento del tasso di insolvenza sui mutui *subprime* nel primo decennio del Duemila

³⁰ Un'organizzazione no profit il cui fine principale è l'istruzione del pubblico in materia di strumenti finanziari, per scoraggiare l'erogazione irresponsabile e pericolosa di prestiti bancari.

Per Burry, il giugno del 2007 rappresenta la svolta, il momento in cui le posizioni iniziarono a muoversi a suo vantaggio, salendo in maniera smisurata, un attimo prima del “dissolversi” del mercato nel luglio del 2007. Tuttavia egli solo il 31 agosto decise di iniziare a trasformare i numeri in guadagno, liquidando parte del suo investimento e restituendo ai suoi investitori quanto gli spettasse, ossia più del doppio dell’ammontare versato.

A seguito di questa operazione, alla fine del 2007 *Scion Capital*, con un portafoglio iniziale di circa \$600 milioni, registrò un profitto di più di \$720 milioni, aumentando il proprio valore di un ammontare superiore al 100%. Chiunque avesse investito nel fondo il 1 novembre 2000, data in cui venne istituito, tra giugno e luglio del 2008 aveva ottenuto un profitto del 489.34%, al netto di commissioni e tasse (726% lordo).

Burry, tormentato dai dubbi, dalla irriconoscenza e dalla scarsa considerazione dei suoi investitori, ha ritenuto opportuno chiudere il suo fondo immediatamente dopo aver liquidato le loro quote.



Variazione percentuale del valore di *Scion Capital* dal momento della sua costituzione

2.2 – Steve Eisman

All'opposto si colloca la figura di Steve Eisman, personalità estremamente originale ed autentica che all'interno del contesto sociale viene fuori e si sviluppa come un vero e proprio uragano di energia, a differenza del riservato Michael Burry. Un uomo volubile, dai cui tratti si evince un forte senso di responsabilità nei confronti del sistema in cui opera e degli ultimi, rappresentati in questo caso dagli ignari investitori di cui si fa promotore di interessi.

Steve Eisman è nato l'8 luglio 1962 ed è cresciuto a New York City, dove ha frequentato la scuola ebraica. Ha conseguito due lauree a pieni voti e con lode, la prima alla University of Pennsylvania, la seconda alla Harvard Law School, divenendo nel 1991, a soli ventinove anni, un avvocato specializzato in diritto d'impresa – per iniziare a capire che tipo fosse, basti pensare che in realtà odiava quel lavoro e si domandava come avesse fatto a credere che potesse piacergli quella carriera. Infatti, dopo poco tempo, poiché i suoi genitori lavoravano come *brokers* presso *Oppenheimer*, una banca d'investimento con sede a New York, grazie al loro aiuto, riuscì anch'egli a trovare un impiego come analista finanziario – il suo compito era quello di effettuare analisi approfondite e necessariamente oggettive di diverse aziende e, in effetti, era l'uomo adatto perché non aveva alcun timore tantomeno peli sulla lingua che gli impedissero di stroncare la solidità di società apparentemente stabili. E, come analista di *Oppenheimer*, in breve tempo si fece strada tra la gente di *Wall Street*, facendosi conoscere per la sua vera natura, spontanea, a volte estremamente brusca nei modi, ma generalmente apprezzata, in particolare dalle persone che lavoravano per lui.

Sposò Valerie Feigen, una donna di gran spessore che lo ha aiutato a convivere con il tormento della morte del loro primogenito Max, evento che ha influenzato la vita di Eisman sotto ogni punto di vista e che probabilmente non è mai riuscito a superare, costandogli sedute e sedute di terapie psicologiche.

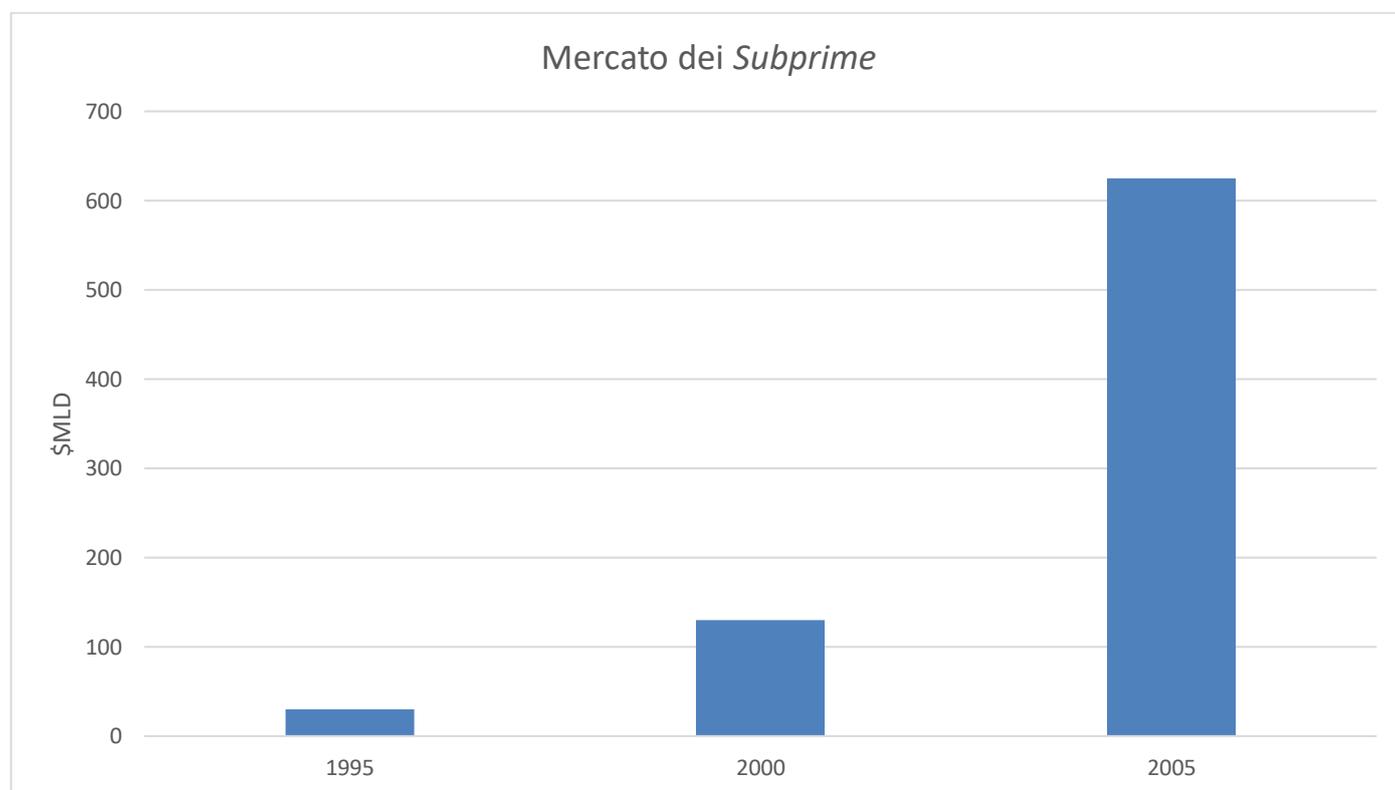
In seguito, verso gli inizi del Duemila, dopo aver conosciuto ed assunto Vincent Daniel, un ragazzo con cui nel 1997 lavorò alla stesura di un report³¹ basato sull'analisi (critica) dei mutui *subprime* e su come il meccanismo di erogazione di questi fosse riconducibile ad uno schema Ponzi³², Eisman lasciò *Oppenheimer*

³¹“A Home without Equity is Just a Rental with Debt”.

³² Riconducibile a Charles Ponzi, esso è un sistema di vendita fraudolento, che si manifesta con la promessa di investimenti dai profitti stellari, che permette a chi inizia la catena e ai primi coinvolti di ottenere alti ritorni economici a breve termine, ma richiede continuamente nuove vittime disposte a pagare: i guadagni arrivano infatti solo dalle quote pagate dai nuovi investitori e non da attività produttive o finanziarie. (Fonte: ilsole24ore)

per lavorare in un *hedge fund* chiamato “*Chilton Investment*”, dove, suo malgrado, continuò a svolgere un ruolo di analisi e a combattere le proprie crociate contro CEO negligenti e inaffidabili, che ponevano in essere comportamenti fraudolenti e talvolta criminali. Tuttavia, il suo interesse per l’analisi era scemato, lasciando spazio a quello per il *money management*: su questa scia, nel 2004, d’accordo con Morgan Stanley, Eisman divenne gestore di un fondo appartenente alla banca d’investimento e chiamato “*FrontPoint Partners*”. Esso si incentrava esclusivamente sulle compagnie attive nel sistema finanziario americano e con un investimento iniziale di \$50 milioni da parte di una compagnia assicurativa poté iniziare a svolgere la sua attività di investimento nel mercato azionario. Il *team* che gestiva il fondo comprendeva, oltre ad Eisman, Vincent Daniel, Porter Collins, che aveva lavorato per il *Chilton Investment* e Danny Moses, ex *salesman* di *Oppenheimer*: tutte persone con cui aveva lavorato e nelle quali egli riponeva grande fiducia.

Nel frattempo, il mercato dei *subprime* aveva subito un’impennata pazzesca, a metà degli anni Novanta esso ammontava a circa \$30 miliardi, nel 2000 a \$130 miliardi, finché nel 2005 non toccò quota \$625 miliardi, dei quali \$507 miliardi erano investiti in obbligazioni ipotecarie.



Ammontare di mutui *subprime* espresso in \$mld tra il 1995 e il 2005

Ma, nel febbraio del 2006, un giorno come tanti si rivelò una sorta di spartiacque per la mentalità finanziaria di Eisman, un giorno che segnò la nascita dell'interesse per il mercato obbligazionario, a scapito del mercato azionario, che non sembrava avere le stesse opportunità di guadagno. Eisman ricevette nel suo ufficio la visita di Greg Lippmann³³, che aveva una proposta per il *FrontPoint Partners*: scommettere contro il mercato obbligazionario dei *mutui subprime*. Precisamente, attraverso una presentazione di quarantadue pagine, egli spiegò la sua prospettiva, evidenziando i fatti più rilevanti notati sul mercato in quel periodo: in soli tre anni i prezzi delle case erano aumentati più velocemente di quanto non avessero fatto nei precedenti trenta; essi, pur non essendo ancora crollati, avevano smesso di crescere. Sulla base di ciò, mostrò un grafico che metteva in relazione il tasso di insolvenza sui mutui e le variazioni di valore delle case: da questo si evinceva che, dal 2000, la probabilità di insolvenza dei mutuatari, le cui abitazioni avevano subito un incremento di valore tra l'1% e il 5%, erano quattro volte maggiori rispetto ai mutuatari che avevano visto i valori delle proprie case crescere di più del 10%. Quindi, risultava un dato di fatto che milioni di americani non sarebbero stati in grado di ripagare il proprio debito, salvo che i prezzi delle case non fossero tornati a crescere d'improvviso. L'idea di Lippmann era di acquistare *Credit Default Swaps* sulle *tranches* BBB delle obbligazioni ipotecarie *subprime* e quest'idea riprendeva sostanzialmente la scommessa posta in essere da Michael Burry, della quale Greg Lippmann, poté venire a conoscenza, grazie al suo impiego. Ma le due proposte non erano esattamente speculari, perché la proposta di Lippmann era una sorta di rivisitazione dell'idea di Burry e differiva per il tipo di strumento che si andava ad assicurare: i CDO emessi da Deutsche Bank. In essi erano contenute tutte le *tranches* BBB delle obbligazioni ipotecarie, che la banca non riusciva a piazzare sul mercato. Questo comportava che la maggior parte delle *tranche* BBB, nel momento in cui confluivano in un CDO, venivano rivalutate e promosse ad un livello di *rating* superiore, senza che effettivamente vi fossero le basi per farlo. Quindi, questi strumenti non contenevano centinaia di mutui, come invece facevano le obbligazioni ipotecarie, ma centinaia di pezzi, di *tranches* di queste obbligazioni – generalmente quelle al livello più basso della scala di valutazione, quindi le più rischiose.

Ovviamente risultava abbastanza strano che un *trader* di una banca di investimento scommettesse contro strumenti creati dalla sua stessa banca, ma dal punto di vista di Lippmann era preferibile rendere prioritaria la dimensione soggettiva, il desiderio di realizzazione, il profitto personale e considerare solo dopo l'etica professionale. Oltretutto non era lui a gestire il *business* dei CDO e dei CDS di Deutsche, il suo ruolo si limitava alla compravendita di obbligazioni ipotecarie: in quest'ottica non si riteneva responsabile di alcun abuso, perché riteneva assolutamente lecito aprire delle posizioni con la propria banca da privato investitore.

³³Personaggio già richiamato nel paragrafo 2.1

Tale incontro lasciò profondamente perplessi Eisman e i suoi, tutto ciò li aveva spiazzati, perché, come tutti, credevano che il mercato immobiliare fosse solido, mentre in questo modo tale certezza si sgretolava. Diverse altre volte convocarono Lippmann per vederci più chiaro, per capire quale fosse il trucco, ma ad avallare le sue teorie vi furono due notizie provenienti dal mercato: nel maggio del 2006 Standard & Poor's aveva annunciato che dall'1 luglio sarebbe entrato in vigore un nuovo (più rigoroso) modello di determinazione del *rating* delle obbligazioni ipotecarie *subprime*; Ivy Zelman, analista del mercato immobiliare presso Credit Suisse aveva notato che il rapporto tra il prezzo medio delle case ed il reddito³⁴, che storicamente negli USA si manteneva ad un livello pari a 3:1, in quel periodo era aumentato portandosi ad un livello pari a 4:1. Un aumento del numero medio, considerata l'eccessiva crescita dei prezzi delle case a livello nazionale, indicava che questo rapporto era schizzato in zone come Los Angeles e Miami rispettivamente a 10:1 e 8:1 e ciò avrebbe comportato prima un aumento dei *default*, poi una graduale caduta dei prezzi delle case, in conseguenza della quale il mercato ipotecario sarebbe crollato e il prezzo dei CDS sarebbe salito alle stelle. Poiché, in quel momento, il prezzo al quale assicurarsi era inferiore ai duecento punti base, Eisman e i suoi decisero di concludere l'affare con Lippmann. Quindi, da una parte Burry aveva scommesso contro i mutui strutturalmente meno sicuri e con probabilità di fallimento più alte, dall'altra Eisman aveva scommesso contro coloro che emettevano e coloro che ricevevano i prestiti, poiché la sua analisi si era concentrata concretamente sulle condizioni del mercato e delle case, avendo potuto toccare con mano lo stato in cui versavano alcuni quartieri della California, dell'Indiana dove i tassi di *default* erano pari al 25%, della Georgia e della Florida, dove, sebbene il tasso di occupazione fosse lo stesso, i tassi di *default* erano l'uno cinque volte l'altro ed avendo ascoltato in prima persona l'esperienza di diversi mutuatari che d'improvviso si ritrovarono sul lastrico.

Poi, i gestori di *FrontPoint* parteciparono ad una conferenza sugli MBS ad Orlando, durante la quale entrarono per la prima volta in contatto con le agenzie di *rating*, tra cui Moody's e S&P. In particolare, un'impiegata di quest'ultima, di fronte alle loro domande in merito alle valutazioni effettuate, confessò che i suoi superiori le imponevano di non declassare i punteggi assegnati, quindi di continuare ad assegnare doppie e triple A, sebbene non rispecchiassero la qualità del contenuto di quei titoli. Precisamente, a detta della donna, avveniva che questa preparava una lista di obbligazioni che secondo lei dovevano essere declassate e la inviava ai suoi capi; questi le rimettevano tale lista indicandole quali le fosse permesso declassare (solitamente massimo un quarto delle totali). Ad Orlando iniziarono a capire che il livello di corruzione era più alto di quanto pensassero.

A gennaio del 2007, i prezzi delle case stavano scendendo e il tasso di insolvenza aumentava esponenzialmente, ma le obbligazioni ipotecarie sembravano non risentirne, sembravano essere indipendenti

³⁴ Rapporto *home price – income*.

rispetto all'andamento dei mutui in esse contenuti: questa situazione consolidava le convinzioni di Eisman e i suoi riguardo all'integrità del sistema, credevano fosse davvero fraudolento. Per costoro la conferma si ebbe durante una cena a Las Vegas che Lippmann aveva organizzato, per favorire l'incontro tra Eisman e Wing Chau, un CDO manager al servizio della *Harding Advisory*³⁵. Egli era l'acquirente finale, era colui che acquistava CDO sui *subprime* per i propri clienti, intascando laute commissioni. Ma non solo, spiegò ad Eisman che il mercato dei CDO composti interamente da obbligazioni ipotecarie BBB era fortemente sviluppato e per semplicità era sufficiente immaginare i CDO come pile altissime di obbligazioni e il mercato come un insieme di decine, centinaia, migliaia di queste pile simili a vere e proprie torri di debito, poste le une sopra le altre: al di sopra di tutte vi erano le obbligazioni ipotecarie originarie composte da mutui, in ordine dalla AAA alla B, subito dopo di queste vi erano i CDO composti dalle *tranche* peggiori delle obbligazioni originarie e anch'essi divisi dalla AAA alla B, e così via fino a creare CDO al quadrato, al cubo, costituiti rispettivamente dagli scarti dei CDO originari e dei CDO al quadrato. Era un circolo vizioso, un labirinto senza fine, i titoli non erano più strumenti finanziari, si erano trasformati in "*matrioske*", erano contenuti gli uni dentro gli altri e questo aveva generato una forte confusione nel riconoscimento di queste obbligazioni e alimentato una spirale tossica di ignoranza, dovuta alla sopravvenuta impossibilità di distinguere i mutui posti come *collateral* all'interno di questi titoli. Inoltre, Chau disse che il procedimento di creazione di un CDO interessava anche le banche di investimento, le quali, dopo essersi indebitate per acquistare più mutui possibili, li fornivano ai CDO *managers* per la costituzione di questo tipo di titoli e questi ultimi poi li rivendevano ai propri clienti od ai clienti delle stesse banche. Nel caso dell'*Harding Advisory*, era Merrill Lynch a fornire periodicamente migliaia di mutui e di clienti, dietro commissione.

Per giunta, Eisman dovette ascoltare un ragionamento, seppur "logico", totalmente insensato da parte di Wing Chau: gli disse che il suo portafoglio conteneva CDO per un totale di \$50 miliardi e che la sua più grande paura riguardava l'eccessiva stabilità dell'economia americana, in quanto, se fosse rimasta tale, avrebbe dissuaso gli investitori dal continuare a scommettere contro il mercato obbligazionario ipotecario, riducendo i suoi profitti. Praticamente desideravano la stessa cosa, solo che uno era troppo ottimista e sperava che l'economia vacillasse ma non crollasse, l'altro più realista aveva preso atto di una situazione oggettiva e, prevedendo lo scenario catastrofico che ne sarebbe conseguito, cercò di generarne un profitto.

Tuttavia il compito fondamentale di chi svolgeva l'attività di Chau, non era tanto la creazione dei CDO, quanto il monitoraggio dei mutui che li componevano, che si traduceva nella sostituzione dei peggiori, prima che andassero in *default*, con prestiti più sicuri. Alla fine dell'incontro, le convinzioni di Eisman si erano decisamente rafforzate, così decise di acquistare altri CDS su tutti i CDO posseduti da Chau, decise quindi di vendere allo scoperto praticamente la sua intera posizione, perché aveva capito che costui, insieme al resto dei

³⁵ Compagnia specializzata nell'investimento in CDO.

CDO *managers*, si identificavano come la controparte della sua scommessa contro il mercato.

Sempre a Las Vegas, durante un congresso sulle obbligazioni ipotecarie *subprime*, Eisman venne a conoscenza di una triste realtà: il numero di persone coinvolte nel mercato dei *subprime* era totalmente assurdo ed insensato e questo era dovuto al fatto che si configurava come un centro di profitto di non modeste dimensioni perennemente attivo. Non a caso tutti i soggetti coinvolti presenziarono a questa serie di conferenze tenute a L.V., a partire dai prestatori, passando per coloro che impacchettavano i mutui in obbligazioni prima e in CDO poi, fino alle agenzie di *rating*. E proprio nel corso di alcune di queste conferenze, Eisman diede il meglio di sé intervenendo, ribattendo ed esponendo agli *speakers* quella che riteneva fosse la realtà dei fatti – il CEO della *Option One*, società che poco tempo prima aveva annunciato una sorprendente perdita nel reparto *subprime*, durante il suo discorso spiegò che, nonostante ciò, continuava ad essere ottimista perché il tasso di *default* sui mutui atteso si sarebbe mantenuto relativamente basso e pari al 5% e questa dichiarazione provocò la risposta di Eisman che si sentì in dovere di smentire, affermando che vi erano zero probabilità che ciò accadesse, perché il tasso sarebbe stato decisamente più alto. Ma mentre parlava il telefono squillò, era sua moglie Valerie. Lasciando di stucco il CEO e il resto dei presenti, Eisman si allontanò per rispondere senza fare più ritorno.

A Las Vegas, insieme al suo intero *team*, aveva capito quanto importante fosse il ruolo delle agenzie di *rating*, esse avevano una forte autorità poiché l'intero mercato si fondava sulle loro valutazioni e insieme alle più importanti banche di investimento dell'epoca erano la frontiera lavorativa più ambita dai professionisti. E, proprio per questo, avevano la necessità di mantenere un determinato standard nella formulazione dei *ratings*, normalizzando³⁶ i punteggi assegnati per garantire un andamento dei titoli sufficientemente eterogeneo, così da garantire il continuo funzionamento di questa grande macchina finanziaria (anche se ciò provocava *upgradings* infondati e pericolosi). Eisman e i suoi, partiti con una posizione corta leggermente inferiore a \$300 milioni, durante la permanenza a Las Vegas avevano raggiunto quota \$550 milioni, scommettendo contro Wing Chau. Inoltre, al loro ritorno a New York vendettero allo scoperto le azioni di Moody's per \$73.25 ad azione.

Eisman aveva iniziato gestendo un portafoglio di \$50 milioni in azioni, ma in quel momento si trovava a

³⁶ Assegnando un punteggio ad un titolo in base alla totalità dei titoli considerati e non considerando gli andamenti individuali (come già spiegato, ma per dovere di chiarezza assoluta, prendendo tutte le *tranches* peggiori (es. BBB) delle obbligazioni ipotecarie ed inserendole in un CDO, sorgeva la necessità di individuare le "migliori tra le peggiori" per garantire la copertura dell'intera scala del *rating* e la conseguenza di ciò era che a queste "migliori" veniva assegnato un punteggio AAA, pur essendo in realtà BBB).

possedere \$550 milioni in posizioni *short* sul mercato obbligazionario: egli aveva capito che quella era l'opportunità della vita ed era necessario coglierla al volo, perciò voleva esporsi sempre di più, acquistando altri CDS. Inoltre, come Burry, aveva capito il meccanismo del cambiamento dei tassi di interesse, constatando che le agenzie di *rating* assegnavano ai mutuatari una probabilità di insolvenza (decisamente bassa) identica sia nel caso dei tassi fissi dei primi due anni, sia nel caso dei tassi variabili a partire dal terzo anno, sulla base della convinzione che i prezzi delle case sarebbero cresciuti. A causa di questa distorsione informativa, sebbene le insolvenze sui mutui aumentassero, le obbligazioni non venivano comunque declassate dalle agenzie e ciò ovviamente risultava un problema per gli investitori come Eisman, i cui profitti dipendevano essenzialmente da questi movimenti al ribasso.

Tuttavia, a giugno del 2007 le posizioni di Eisman iniziarono a muoversi, infatti a luglio Merrill Lynch, contro cui aveva scommesso, iniziò a subire le prime perdite sui *subprime*. Ma egli aveva "shortato" anche altre banche come Bank of America, UBS, Citigroup, Lehman Brothers ed altre: non poterono effettuare la stessa operazione con Morgan Stanley, in quanto proprietaria di *FrontPoint Partners*.

Il 17 luglio 2007 Eisman convocò una *conference call* con la sua platea di investitori, ai quali esternò le proprie previsioni: disse loro che si sarebbe aspettato una perdita di \$300 miliardi solo sul mercato dei CDO, che le agenzie di *rating* erano moralmente corrotte e temevano il fallimento e che prevedeva il fallimento di almeno metà dei mutui *subprime* statunitensi (trilioni di dollari)³⁷. Infatti, dopo pochi giorni venne a sapere che soltanto i due fondi di Bear Stearns falliti avevano già perso CDO per un valore di circa \$1.6 miliardi. Fatto sta che l'improvviso collasso del mercato ha permesso a *FrontPoint* di registrare ingenti profitti, tanto che già alla fine del 2007 la sua posizione *short* era passata da -\$700 milioni (considerando anche la vendita allo scoperto delle azioni di diverse banche) a +\$1.5 miliardi. Inoltre, considerato il rapporto di leva delle varie banche d'investimento, che oscillava tra 16:1 e 33:1, il loro fallimento era sempre più vicino, infatti il 14 marzo 2008 Eisman fu invitato da Deutsche Bank, per partecipare ad un dibattito con Bill Miller, (proprietario di azioni di Bear Stearns per un valore di \$200 milioni) al quale sarebbe seguito il discorso di Alan Greenspan.

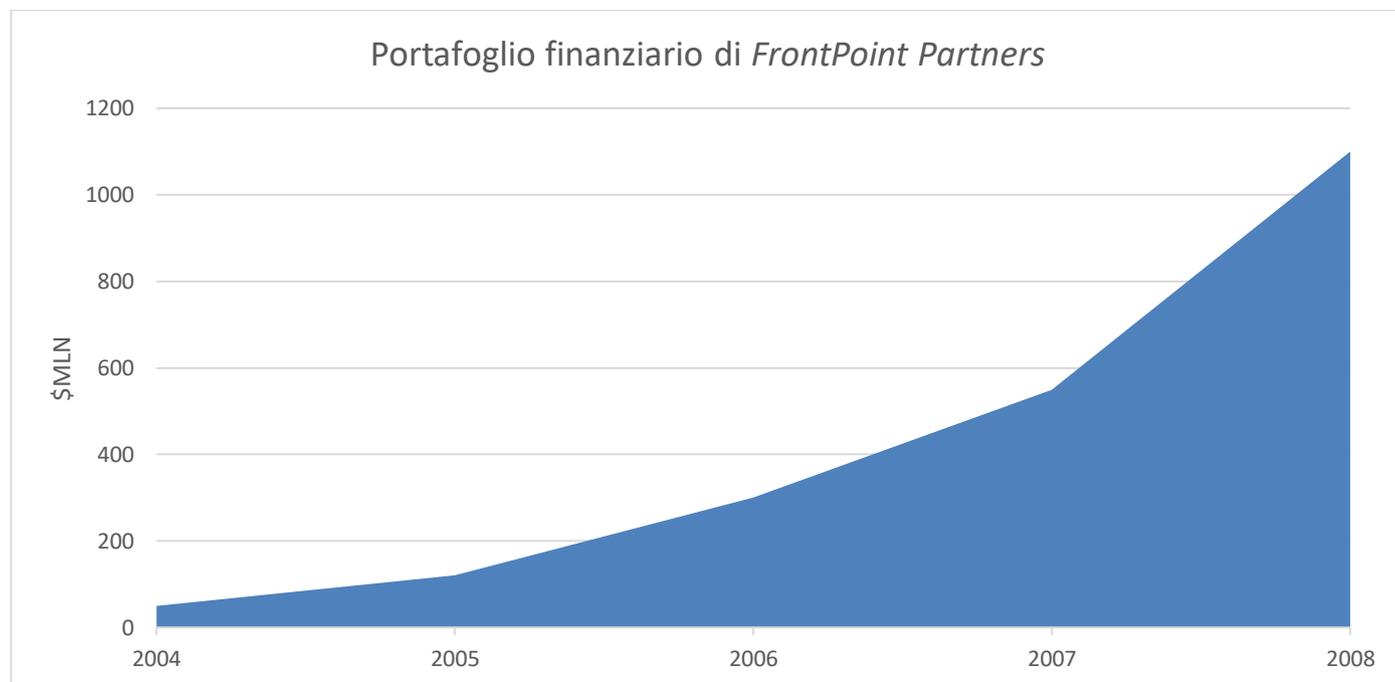
Da quest'incontro emerse un eccessivo ottimismo da parte di Miller, fondato sul nulla, dal momento che, dopo poco dall'inizio dell'incontro, il prezzo delle azioni di Bear Stearns iniziò a scendere vertiginosamente: basti pensare che il giorno prima erano quotate a \$53 per azione, il 14 alle 10.02 erano arrivate a \$29. Questo episodio fu l'inizio della fine, tutti i partecipanti alla conferenza scomparvero d'improvviso per andare a chiudere le proprie posizioni prima che fosse troppo tardi, ma in effetti già lo era. Quando Greenspan si

³⁷ Stime e considerazioni di Steve Eisman fornite agli investitori di *FrontPoint Partners*.

presentò alla conferenza per intervenire, non c'era più nessuno interessato ad ascoltarlo. Bear Stearns andò in banca rotta e fu rilevata da J.P. Morgan per \$2 ad azione; il 15 settembre anche Lehman Brothers fallì, causando una reazione a catena, una sorta di effetto domino che portò al fallimento anche altre tra le più grandi banche d'investimento, Merrill Lynch ad esempio subì perdite per \$55.2 miliardi e fu rilevata da Bank of America, le azioni di Goldman Sachs e di Morgan Stanley stavano colando a picco. E la preoccupazione maggiore dei gestori di *FrontPoint* era proprio rivolta a quest'ultima, proprietaria del fondo. Sebbene non fossero impiegati di Morgan Stanley e non avessero poi tanti rapporti con essa, correvano seriamente il rischio che le quote di *FrontPoint* finissero nel suo bilancio e di conseguenza potessero rientrare nell'eventuale procedura di fallimento.

Così, nel pomeriggio del 18 settembre 2008 Eisman, tormentato dai sensi di colpa per aver alimentato e fornito liquidità ad un mercato (quello dei CDS) che avrebbe generato un tale disastro, decise di liquidare le proprie posizioni e di tornare ad investire nel mercato azionario.

Non ha mai detto quanto abbia guadagnato, scommettendo sui *suprime*, certamente centinaia di milioni di dollari. Qualcuno ha stimato che il profitto del suo fondo fosse superiore a \$1 miliardo.



Stima dei guadagni effettivi riportati da *FrontPoint Partners*

2.3 – *Jamie Mai e Charlie Ledley*

Nello scenario pre-crisi compaiono ulteriori due profili: Jamie Mai e Charlie Ledley. Essi, all'epoca dei fatti, erano poco più che ragazzi e insieme gestivano un piccolo fondo, ma erano praticamente agli inizi della loro carriera e non avevano un bagaglio di esperienza paragonabile a quello dei due investitori già trattati, tuttavia furono anch'essi abili a scovare e sfruttare a proprio favore le incongruenze del sistema.

La carriera di questi due uomini è, in realtà, iniziata in un modo alquanto bizzarro: dopo aver lavorato entrambi per un breve periodo per la società di *private equity* Golub Associates, a New York, decisero verso l'inizio del 2003 di costituire una sorta di società d'investimento, con una dotazione iniziale di \$110.000. Essa, però, non era una società a tutti gli effetti dal momento che la sua sede legale sorgeva in un capanno, adibito a garage, situato nel retro dell'abitazione di un amico dei due, a Berkeley, in California, tuttavia il suo nome era *Cornwall Capital Management*.

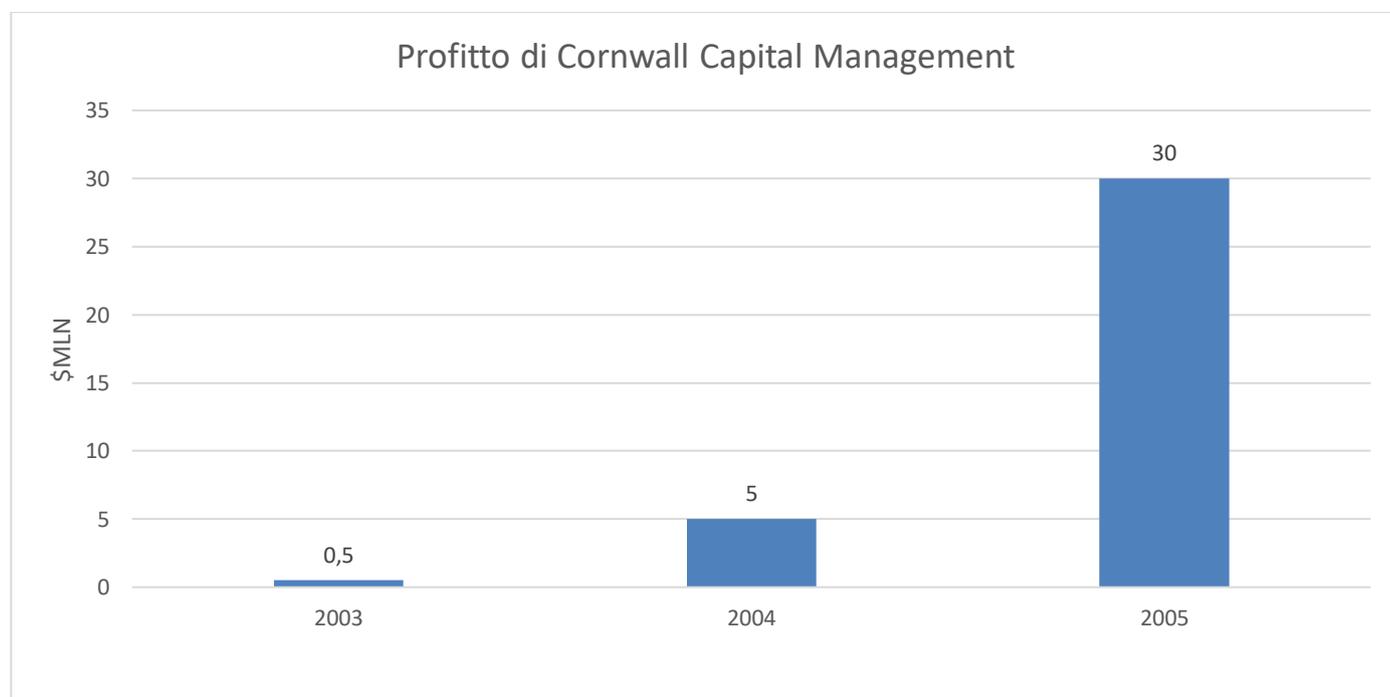
Nonostante ciò, la strategia d'investimento della *Cornwall* era chiara e consisteva nel ricercare le inefficienze dei mercati a livello globale, per ogni tipo di strumento scambiato, scommettendo inoltre su tutto ciò che *Wall Street* riteneva meno probabile che accadesse. Sulla base di quest'orientamento, Capital One Financial fu il nome del loro primo vero investimento. Questa era una *holding* bancaria affermatasi tra gli anni Novanta e il Duemila e specializzata in carte di credito, mediante le quali prestava denaro alla stessa categoria di persone cui dopo qualche anno sarebbe stata sollecitata l'accensione di mutui *subprime*: individui con scarso merito creditizio.

A luglio del 2003, in seguito all'annuncio di una controversia sorta tra la società e la Federal Reserve, in materia di requisiti patrimoniali e nello specifico sulla quantità minima di riserve da detenere per far fronte alle eventuali perdite derivanti dal rilascio di suddette carte di credito, le azioni di Capital One Financial persero sessanta punti percentuali in soli due giorni. Dopo circa sei mesi dalla diffusione di tale notizia, le azioni della società erano scambiate a circa \$30, così, dopo aver analizzato attentamente la situazione, il settore di riferimento e dopo aver sentito diverse persone, interne e non, Mai e Ledley giunsero alla conclusione che il prezzo per azione, in realtà, dovesse essere pari a \$0, se la società fosse stata fraudolenta, o pari almeno a \$60, se non lo fosse stata, data la documentazione finanziaria e contabile che avevano analizzato. Fortemente convinti di ciò, decisero di acquistare 8000 opzioni³⁸ *call* a due anni e mezzo sulle azioni della Capital One

³⁸Le opzioni sono strumenti finanziari generalmente utilizzati per la copertura dei rischi di tasso di interesse e del

Financial, con uno *strike price*³⁹ di \$40. Il prezzo d'acquisto di tali opzioni ammontava a poco più di 3\$. Dopo non molto tempo, la quotazione della società salì come previsto e la loro posizione registrò un profitto di più di \$500.000.

Essendo la prima volta che acquistavano delle opzioni, ne rimasero profondamente colpiti e da quel momento iniziarono a dare priorità ad investimenti di questo genere, che sembravano essere altamente redditizi, data l'economicità del prezzo delle opzioni stesse. Infatti, reiterarono questo procedimento e reinvestirono i propri guadagni, acquistando \$500.000 di opzioni *call* sulle azioni della United Pan-European Cable, società operante nel settore delle telecomunicazioni, e ne trassero un profitto di \$5 milioni. Grazie a questa strategia d'investimento che definirono "*event driven*", in totale essi guadagnarono poco più di \$30 milioni nel giro di qualche anno.



Profitto generato dalle operazioni di investimento poste in essere da Mai e Ledley, espresso in \$mln

mercato; esse attribuiscono all'acquirente il diritto di acquistare o vendere lo strumento sottostante ad un determinato prezzo, entro una determinata scadenza.

³⁹Prezzo di esercizio di un'opzione.

A Berkeley conobbero Ben Hockett, un *trader* d'esperienza, più anziano di loro, che aveva lavorato per più di nove anni come responsabile della sezione derivati di Deutsche Bank, a Tokio: dopo aver svolto questa professione da casa per un breve periodo, i due lo convinsero a lasciare il suo lavoro per affiancarli nella *Cornwall*. Egli si rivelò una sorta di mentore per loro, un punto di riferimento insostituibile, dal quale appresero prima valori etici e morali e poi un'infinità di conoscenze finanziarie.

Agli investitori privati era permesso acquistare opzioni *call* e *put* con una scadenza di massimo due anni e mezzo: ad essi era permesso acquistare, dunque, soltanto un tipo di opzione che andava sotto il nome di LEAP (acronimo di *Long-Term Equity Anticipation Security*), ossia la tipologia di opzione che avevano acquistato fino a quel momento e grazie a cui avevano guadagnato milioni di dollari. Tuttavia Ben Hockett, essendo la persona più "credibile" fra le tre, dato il peso del suo *curriculum vitae*, era l'unico in grado di fargli avere un appuntamento con Deutsche Bank, per ottenere quella che i due definivano "licenza di caccia", l'ISDA (International Swaps and Derivatives Association), precisamente un accordo che avrebbe permesso loro di diventare investitori istituzionali e di trattare direttamente con le grandi banche d'investimento, senza correre il rischio di essere respinti. Dopo un primo colloquio, il tentativo non andò a buon fine, in quanto essi erano al di sotto dei requisiti patrimoniali minimi e i \$30 milioni erano decisamente insufficienti, ma trovarono le porte chiuse un po' in tutte le banche d'investimento, presso le quali si recarono.

Non furono mai in grado di spiegarsi come avesse fatto, ma Hockett, dopo un ulteriore incontro, riuscì a far andare a buon fine la trattativa con Deutsche, permettendo alla *Cornwall Capital Management* di rientrare nella piattaforma istituzionale della banca e di ottenere il proprio ISDA. Da quel momento poterono trattare strumenti derivati, da quel momento poterono iniziare ad acquistare CDS.

A settembre del 2006, infatti, Mai e Ledley ricevettero da un amico di quest'ultimo una presentazione redatta da Greg Lippmann⁴⁰, il cui argomento principale era la vendita delle obbligazioni ipotecarie *subprime*. Alla lettura di tali documenti, entrambi non riuscirono a credere a ciò che avevano ricevuto, Charlie Ledley in particolare esclamò "*This is just too good to be true*", dal momento che si presentava loro davanti un'opportunità incredibile, la cui portata era maggiore della loro inesperienza nel mercato obbligazionario e della loro ignoranza riguardo al funzionamento del mercato immobiliare. Sulla base di ciò, sarebbe stato più saggio buttarsi in tale nuova realtà, piuttosto che lasciar perdere, in modo da evitare di farsi sfuggire un'occasione unica.

⁴⁰ Già richiamato nei precedenti due paragrafi.

Allora, dopo aver discusso per settimane di questo argomento, giunsero alla conclusione che in fin dei conti investire in un CDS non sarebbe stato poi tanto diverso dall'investire in opzioni finanziarie: avrebbero dovuto semplicemente pagare un piccolo premio e aspettare che abbastanza mutui *subprime* andassero in *default*, per potersi arricchire davvero. Si decisero ad entrare nel mercato di tali mutui, ma vi era un'incognita chiamata CDO, che rappresentava una sorta di tabù per Mai e Ledley, in quanto nessuno riusciva a spiegar loro cosa precisamente contenesse tale titolo, o meglio, parlando tramite abbreviazioni, chiunque finiva per essere tutto fuorché chiaro.

Solitamente, prima di entrare in un mercato, essi assumevano un esperto in grado di toglier loro ogni dubbio, ma non riuscirono a trovare figure valide. Nonostante ciò, capirono autonomamente, in termini semplicistici, che si trattava di una pila di obbligazioni ipotecarie BBB, poi rivalutate all'interno di questo tipo di titolo dalle agenzie di *rating*, a partire da un punteggio AAA. Un'analisi sommaria fu loro sufficiente per capire che bastava il *default* del 7% dei mutui sottostanti per far crollare tali strumenti. Così, decisero di intraprendere questo nuovo investimento, facendo qualcosa di diverso, rispetto agli altri investitori trattati: al posto di scommettere contro le *tranches* BBB dei CDO, fecero la loro scommessa contro le *tranches* AA, avendo capito che si trattava di un punteggio "fittizio" e che, in realtà, anch'esse erano BBB.

Chiaramente, il costo per assicurarsi sulle AA (0.5%) era decisamente più basso del costo dei CDS sulle BBB (2%), però nella sostanza l'oggetto assicurato era lo stesso, quindi questo dava anche vita ad una sorta di arbitraggio. Un ostacolo era, però, la non liquidità del mercato dei CDS sulle *tranches* AA, che si sommava all'impossibilità di identificare il contenuto dei CDO, che talvolta inglobavano al proprio interno *tranches* di CDO diversi tra loro.

Precisamente il 16 ottobre 2006 Mai e Ledley acquistarono da Greg Lippmann \$7.5 milioni in CDS sulle *tranches* AA dei CDO; il 20 ottobre Bear Stearns vendette loro altri \$50 milioni di CDS e un mese dopo, finalmente, ingaggiarono per \$50.000 al mese il loro esperto nel mercato obbligazionario, David Burt. Quest'ultimo aveva lavorato per BlackRock, un fondo specializzato nella valutazione dei mutui *subprime*, le cui quote erano possedute in parte da Merrill Lynch: per tale fondo, Burt svolgeva una sorta di ruolo previsionale, consistente nell'identificazione dei mutui meno sicuri e più a rischio di insolvenza, prima che si verificasse l'effettivo *default*.

Avendo intuito un'anomalia nel sistema di tal portata, Mai e Ledley erano perennemente alla ricerca di qualcuno che smentisse le loro affermazioni ed i loro investimenti, che dicesse loro che avevano torto, ma quando sottoposero a Burt la lista dei CDO contro cui avevano scommesso, neanche costui seppe fornire una spiegazione, si limitò soltanto a complimentarsi per essere stati i primi a scommettere contro le AA.

Mai e Ledley entrarono tardi nel mercato delle obbligazioni ipotecarie e di questo ne erano consapevoli, ma nonostante ciò erano ancora in tempo per poter acquistare CDS a buon prezzo e, con un fondo di \$30 milioni, si ritrovarono con un investimento di \$110 milioni in CDS. Come Eisman e i suoi, anche i due vennero a sapere del congresso sulle obbligazioni ipotecarie *subprime*, che si sarebbe tenuto a Las Vegas e che avrebbe previsto una serie di conferenze cui avrebbero partecipato tutti gli attori coinvolti. Allora pensarono sì che una gita fuori porta gli avrebbe fatto bene, ma soprattutto che, almeno lì, avrebbero avuto delle risposte o, perlomeno, avrebbero incontrato qualcuno in grado di contraddirli.

Così, pur non avendo ricevuto alcun invito formale, partirono per L.V., ivi giunti si riunirono con Ben Hockett. I tre andarono alla ricerca di persone con cui parlare dell'argomento CDO e da cui apprendere le dinamiche reali di questo mercato, ma alcuni evitavano di parlarne, probabilmente data la non conoscenza effettiva dello strumento, altri chiedevano loro se sapessero cosa stessero facendo, essendo un investimento decisamente improbabile e fuori dagli schemi, ma anche questi finivano col non avere argomenti con cui ribattere, ostinandosi ad affermare semplicemente che gli acquirenti di CDO potevano essere sicuri della solidità di tale mercato e del fatto che i mutui sottostanti difficilmente sarebbero falliti in quantità tali da compromettere l'integrità del titolo.

Tuttavia, durante una di queste conferenze, fece il suo intervento John Devaney, gestore di United Capital Markets, un *hedge fund* specializzato in obbligazioni garantite da mutui *subprime*: questi pronunciò parole sferzanti contro il mercato, contro i titoli garantiti da prestiti farlocchi, contro le agenzie di *rating* e contro tutti i soggetti consapevoli di questa situazione disastrosa. Ovviamente, tali dichiarazioni lasciarono perplessi i presenti che rimasero in silenzio, tuttavia la maggior parte di questi ultimi non diede tanto peso a tali parole. Mai e Ledley, invece, si esaltarono a sentire una persona così autorevole e coinvolta nel mercato dire qualcosa di cui anch'essi si erano convinti da tempo e, forti di ciò, decisero di cercare chiunque fosse in grado di vender loro altri CDS.

Bear Stearns, loro unico interlocutore fino a quel momento a livello di banche d'investimento, non sembrava più essere propenso a parlare d'affari, l'unica ancora di salvezza restava David Burt, il quale, avendo una discreta notorietà in quell'ambiente, poté presentar loro Stacey Strauss, venditrice di Morgan Stanley, che era

alla ricerca proprio di potenziali acquirenti di *Credit Default Swaps*. Ma non solo, oltre a questa, ebbero la fortuna di conoscere un venditore di Wachovia, altra società coinvolta nel business delle obbligazioni *subprime*.

Il 30 gennaio 2007 Jamie Mai e Charlie Ledley tornarono da Las Vegas con la convinzione che l'intero mercato fosse corrotto e che questa situazione avrebbe generato una catastrofe di proporzioni mai viste e questo fu loro confermato subito: il 31 gennaio infatti l'ABX perse più di un punto percentuale, cosa che non era mai successa prima, passando da una quotazione pari a 93.03 a 91.98 – infatti, nei mesi precedenti era sceso da 100 a 93, ma attraverso movimenti impercettibili, mai superiori al mezzo punto percentuale.

Nel frattempo, Stacey Strauss li chiamò per perfezionare l'accordo di vendita, inviando la lista di CDS su *tranches* AA che Morgan Stanley era in grado di vender loro e quando si risentirono, dopo averli studiati, la Strauss comunicò a Ledley che il prezzo per ogni CDS era passato da 100 a 200 punti base, probabilmente perché anche Morgan Stanley aveva capito che questi titoli non erano poi tanto sicuri: comunque, dopo un'estenuante trattativa, riuscirono ad accordarsi per 150 punti base e tale fu l'importo che pagarono il 16 febbraio 2007 per l'acquisto di \$10 milioni in CDS.

Dopo pochi giorni, Ledley contattò nuovamente la Strauss per acquistare altri CDS, ma questa declinò la sua offerta, riferendogli che la motivazione andava riscontrata nell'improvviso cambio di strategia adottato da Morgan Stanley – il mercato, infatti, stava registrando un aumento esponenziale del tasso di *default* sui mutui. L'unica società che voleva continuare a far affari con la *Cornwall Capital* era Wachovia, che rimase fermamente convinta di continuare a vendere assicurazioni sulle obbligazioni ipotecarie *subprime*. In un momento in cui quasi tutti avevano compreso il triste epilogo in cui sarebbe incorso il mercato, solo Wachovia, andando controcorrente, forse per eccesso di ottimismo, continuò a rappresentare una fonte di CDS per Mai e Ledley.

A quel punto, però, con il mercato in picchiata, la *Cornwall* si ritrovò a possedere circa \$205 milioni di CDS in un portafoglio di circa \$30 milioni e l'unica cosa che turbava i due investitori era il non poterne acquistare ancora. Difatti, qualunque offerta facessero non risultava sufficiente, probabilmente perché all'interno delle banche d'investimento tutti avevano capito che il crollo definitivo era ormai imminente, quindi qualunque CDS ci fosse sul mercato, essi preferivano acquistarlo per sé, per cercare di limitare le perdite in cui si sarebbero imbattuti.

Fatto sta che era il caos, c'erano attori in panico, altri ostinatamente ottimisti, altri cercavano di arrampicarsi sugli specchi: un'analista di Bear Stearns, Gyan Sinha, pubblicò un report con cui affermava che il declino delle obbligazioni ipotecarie non avrebbe inficiato la qualità delle obbligazioni in generale, perché aveva semplicemente a che fare con il “*market sentiment*”, ma era evidente che non avesse ben chiara la situazione che si prospettava sul mercato. Inoltre, sosteneva che il prezzo dei CDS su *tranches* AA fosse di 75 punti base, il che, considerata l'esperienza di Mai e Ledley, non corrispondeva assolutamente al vero.

In realtà, quest'incongruenza, questa distorsione della realtà permaneva generalmente sul mercato da diverso tempo, infatti tra il 2006 e il 2007 vi era una forte incoerenza tra il prezzo delle obbligazioni e il valore dei mutui posti come sottostante, ma non solo, perché quando le obbligazioni, attraverso l'indice ABX, persero circa trenta punti percentuali, il valore dei CDO composti da tali obbligazioni non si assestò allo stesso livello, sembrava non risentirne l'influenza.

In più, fino a giugno 2007, le grandi banche di *Wall Street* continuarono a creare e vendere CDO per miliardi di dollari, disinteressandosi totalmente delle condizioni correnti e delle previsioni sul mercato e andando avanti imperterrite per la propria strada. Esse continuavano a creare CDO, sebbene le garanzie di questi fossero crollate, agivano come se fosse più conveniente perseverare e ribadire la forza di tale mercato, mediante la pubblicazione di report rassicuranti, piuttosto che accettare una verità evidentemente scomoda e difficile da metabolizzare. Vero è che le agenzie di *rating* annunciarono che avrebbero riconsiderato i modelli di valutazione delle obbligazioni *subprime*, altrettanto vero era che avrebbero applicato questa modifica soltanto alle obbligazioni di nuova fattura, non avrebbero rivalutato i due \$2 trilioni di obbligazioni emesse fino a quel momento, alle quali era stato assegnato un punteggio non proprio veritiero. Anche i prezzi dei CDO continuarono ad essere mantenuti inspiegabilmente a livelli più alti del valore stesso dei titoli.

Così, fatte tali considerazioni, Mai e Ledley decisero di denunciare ciò che avevano scoperto e che credevano essere una frode a tutti gli effetti a testate giornalistiche autorevoli, quali il *New York Times* e il *Wall Street Journal*, dal momento che conoscevano *reporters* che vi lavoravano. Ma nessuno di questi sembrò essere interessato alla storia che proponevano.

Il 14 giugno 2007, uno dei fondi di Bear Stearns, il Bear Stearns Asset Management, la cui attività principale era la creazione di CDO, dichiarò una perdita su tali titoli di circa \$3,8 miliardi, che condusse la banca a chiuderlo. Dal momento che Bear Stearns aveva venduto alla *Cornwall* il 70% dei suoi CDS e che l'accordo posto in essere non prevedeva alcun obbligo di garanzia per la banca d'investimento, Mai e Ledley correvano il rischio di vedere la controparte non in grado di onorare il proprio debito.

Tuttavia, nel marzo precedente la *Cornwall* aveva acquistato dalla HSBC, una banca britannica, \$105 milioni in CDS su Bear Stearns, quindi avevano scommesso sul fallimento della banca, ma anche HSBC in quel periodo annunciò una grande ed inattesa perdita nel suo portafoglio di mutui *subprime* statunitensi.

L'1 agosto 2007 gli azionisti di Bear Stearns intentarono la prima causa contro la compagnia, a seguito della chiusura dei suoi due *hedge fund* coinvolti nel mercato dei *subprime* e questo finì per allarmare ulteriormente Mai, Ledley e Hockett, i quali temevano di non ricevere alcun pagamento da Bear Stearns in caso di problemi di solvibilità. Essi si trovarono in una situazione ambigua in cui, per la prima volta, il rischio maggiore incombeva su di loro, poiché da un lato vi era la possibilità che Bear Stearns fallisse e non onorasse il debito, dall'altro la possibilità che il governo intervenisse per garantire tutti i mutui: restava soltanto una via d'uscita e questa consisteva nel vendere tutti i CDS di cui Cornwall era in possesso, dal momento che il panico generatosi sul mercato aveva indotto gli attori a cercare di acquistare disperatamente qualunque tipo di assicurazione sulle obbligazioni ipotecarie *subprime*.

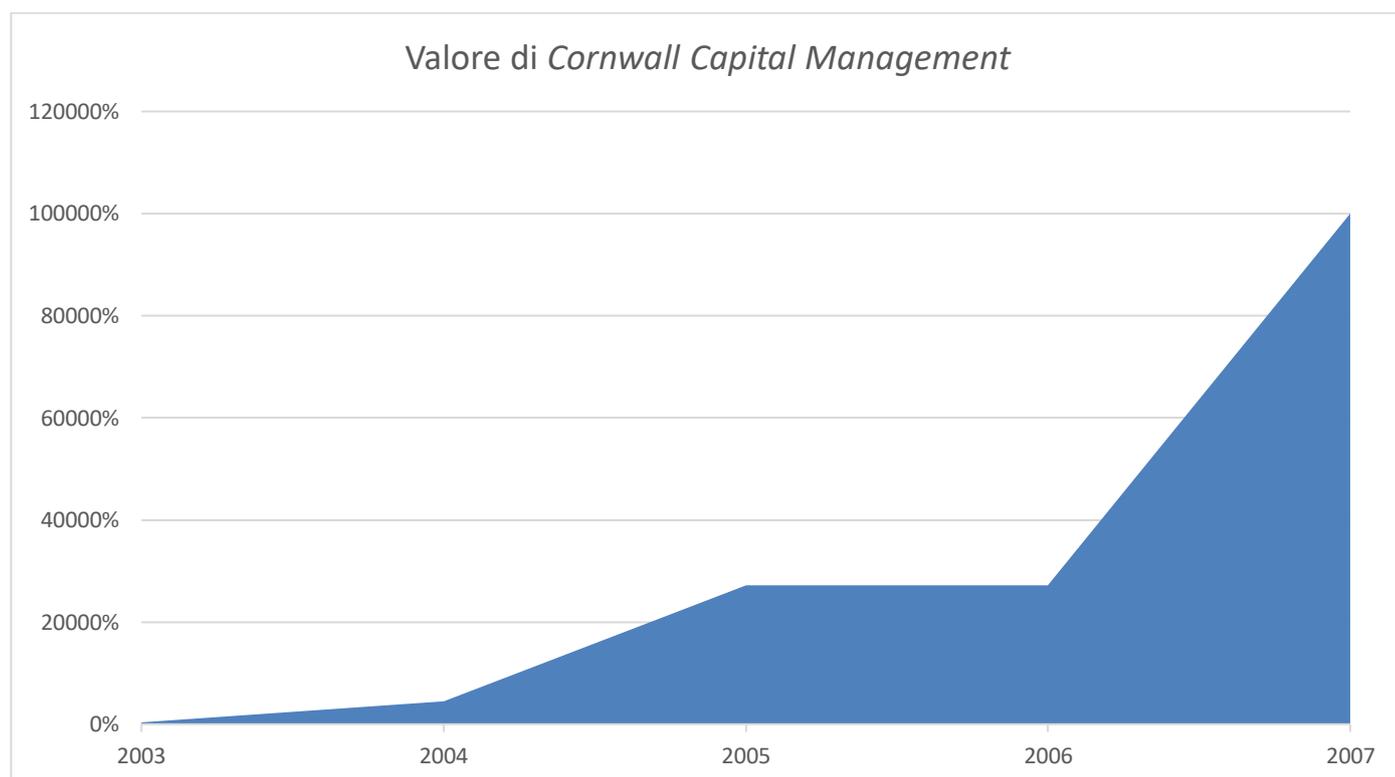
Questo compito apparentemente semplice spettò a Ben Hockett, il quale grazie alla sua esperienza avrebbe potuto trovare acquirenti in grado di acquistare CDS ad un prezzo favorevole. Dal sud dell'Inghilterra, precisamente da Exmouth, nella contea di Devon, dove si trovava in vacanza con la sua famiglia, Ben Hockett, seduto in pub chiamato "The Powder Monkey", con un pc ed una scarsa connessione ad internet, andò alla ricerca di chiunque fosse disponibile ad acquistare \$205 milioni in *Credit Default Swaps* su *tranches* AA di *Collateralized Debt Obligations*. Hockett trascorse circa nove ore in quel pub, ma soltanto quattro banche si resero disponibili a trattare con *Cornwall Capital*: Bear Stearns, Deutsche Bank, UBS e Morgan Stanley. In una situazione ordinaria, sarebbe stato obbligatorio fornire l'ISDA a queste banche, ma quella era tutt'altro che una situazione ordinaria, Hockett aveva bisogno di vendere e ogni banca d'investimento esposta aveva la necessità di acquistare un'assicurazione su CDO garantiti da mutui *subprime*. Nonostante questo, solo UBS fu disposta ad andare avanti con la trattativa, le altre si fermarono di fronte all'impossibilità di fornire l'accordo.

La *Cornwall* doveva liberarsi di una ventina di posizioni aperte e UBS offrì il 30% del valore dei CDS, quindi poco più di \$60 milioni. Era il 9 agosto e le banche erano nel panico più totale, ad esempio la francese BNP annunciò agli investitori dei suoi fondi che non avrebbero potuto ritirare i propri risparmi, a causa di problemi avuti con i mutui *subprime* statunitensi.

Alla fine delle negoziazioni, comunque, Hockett riuscì a disfarsi di tutti i CDS e a guadagnare da tali vendite \$80 milioni in totale, quasi quadruplicando il capitale di *Cornwall*.

Mentre le varie banche d'investimento persero miliardi e miliardi di dollari – basti pensare ai -\$55.2 miliardi di Merrill Lynch o ai -\$60 miliardi di Citigroup – *Cornwall*, con un capitale iniziale di \$110.000, investendo soltanto \$1 milione in premi di CDS, conseguì un guadagno di \$80 milioni.

Considerato il periodo che va dal 2003, anno di costituzione della società, al 2008, con un capitale finale di \$110 milioni la *Cornwall Capital* ha registrato un aumento mille volte superiore al proprio valore, precisamente pari al 100.000%.



Variazione percentuale del valore di *Cornwall Capital Management* dal momento della sua costituzione, calcolato su un capitale iniziale di \$110.000

Conclusione

Alla luce di questa trattazione si evince che la crisi finanziaria del 2008 presenta diversi spunti di riflessione. Innanzitutto, occorre riconoscerne la natura “sinistra ed ambigua”, per la quale quasi nessuno si è rivelato in grado di stimare o determinare le probabilità del suo scoppio. Questo precisamente perché, durante il primo decennio del Duemila, i soggetti protagonisti della scena finanziaria statunitense si sono concentrati principalmente sulle opportunità di ingenti guadagni che si presentavano loro dinanzi e che erano il prodotto di una macchina apparentemente perfetta; dunque, essi guardavano agli effetti benefici del mercato, trascurandone i rischi, peccando di eccesso di ottimismo e non ottemperando ai propri doveri di controllo e di legalità. In più, non credevano in alcun modo che un coinvolgimento di tal portata nelle dinamiche riguardanti gli investimenti finanziari potesse rivelarsi un’arma a doppio taglio, una sorta di *boomerang* capace di tornare indietro con una forza impattante decisamente superiore. Tutte le istituzioni, le banche, gli intermediari, gli investitori che hanno preso parte a questa catastrofe si sono trovati in una situazione del genere, costretti a fronteggiare problematiche mai previste. Basti pensare a ciò che hanno subito i più grandi baluardi finanziari statunitensi, a partire dal fallimento di un colosso come Lehman Brothers, che ha determinato una diminuzione quasi totale del livello di fiducia nel sistema finanziario, che ha segnato violentemente quest’ultimo e che rappresenta il simbolo di quegli anni bui; il tracollo dell’*American International Group* (AIG), società di assicurazioni tra le più attive in quel periodo nella creazione di CDS, salvata in extremis dal governo americano con un’iniezione di \$182 miliardi per il 92% delle azioni; la perdita di \$9 miliardi sofferta da Morgan Stanley e attribuita alla cattiva gestione del *trader* Howie Hubler, la cui strategia consisteva nell’acquisto di CDS su CDO estremamente rischiosi e nella copertura del premio di tali titoli con la vendita di CDS su quei CDO che riteneva fossero i più stabili e che erano solitamente valutati AAA: Morgan Stanley in seguito a tale disastro perse 58 miliardi in totale, ma nonostante ciò ad Hubler fu garantita una buon’uscita di circa \$10 milioni.

Quindi, se da un lato la crisi ha causato un’emorragia finanziaria tale da determinare la conseguente distruzione del sistema, dall’altro essa si è manifestata agli occhi di alcune persone come un’occasione per arricchirsi, una fortuna nella sventura. Burry, Eisman, Mai e Ledley non sono le uniche persone ad aver approfittato di una previsione corretta, ma certamente sono i soli ad aver agito empaticamente, quasi malvolentieri, perché consapevoli delle tragiche conseguenze che sarebbero ricadute su migliaia di investitori, di risparmiatori e di impiegati – Greg Lippmann, infatti, non si rivolse soltanto ad Eisman, egli presentò le sue idee ad almeno 250 investitori privati e a centinaia di gestori di *hedge fund*: sebbene in pochi accolsero le sue istanze, tra questi vi fu John Paulson, gestore del fondo Paulson & Co., personalità decisamente più cinica rispetto agli investitori trattati, un grande speculatore che ha basato quasi tutti i suoi investimenti sulle sfortune altrui: egli, adottando la stessa strategia ribassista e divenendo esperto di Credit Default Swaps, è riuscito a conseguire nel 2008 un

profitto personale di più di \$4 miliardi. Dunque, è evidente che alcune persone si siano arricchite grazie alla crisi dei *subprime*, a prescindere dalle ragioni che le hanno indotte ad agire: ci sono investitori che si sono sentiti in dovere di effettuare un investimento simile, per cercare in qualche modo di non darla vinta a quel sistema che si era macchiato di colpe gravi; investitori che hanno agito mossi semplicemente dal desiderio di compiacersi per essere stati in grado di individuare l'ingranaggio difettoso di un meccanismo ben più ampio; altri animati dal desiderio di crescere e di maturare un'esperienza notevole; altri ancora, al contrario, travolti dalla brama di ricchezza e da avidità. Per quanto tali motivazioni possano considerarsi rilevanti o meno, condivisibili o non accettabili, non si può rischiare di cadere nel pregiudizio e non si dovrebbero emanare verdetti elaborati in maniera affrettata e superficiale. Occorrerebbe piuttosto effettuare un'analisi ben approfondita di ogni singola situazione, dal momento che queste persone sono state criticate per aver messo in piedi operazioni finanziarie tese ad arricchire i propri patrimoni, nel bel mezzo di una crisi.

Ebbene, si può discutere circa la moralità, l'etica di questi uomini, poiché forse non avrebbero dovuto infierire in un momento già delicato, non avrebbero dovuto contribuire a prosciugare la liquidità rimasta, ma non sono contestabili per altri aspetti: da un punto di vista giudiziario non sono assolutamente perseguibili, poiché essi hanno posto in essere operazioni del tutto lecite e conformi alle regole; ancor più, da un punto di vista strettamente finanziario, non sono giudicabili se non positivamente, andrebbero apprezzati per le loro abilità in strategie di investimento, per le loro conoscenze in materia di strumenti finanziari, per aver capitalizzato al meglio un'opportunità di mercato, mettendo in mostra tutto il proprio potenziale.

È bene, quindi, ricordare e ribadire con fermezza che non sono stati certamente costoro ad affossare il mercato, ma tutte quelle istituzioni, quelle banche d'investimento e quegli intermediari che hanno nutrito eccessivamente una creatura finanziaria che, nata agli inizi del Duemila, a lungo andare si è trasformata in un gigante senza controllo.

Il fine di quest'elaborato è essenzialmente quello di valutare la crisi finanziaria del 2008, scorgendola da una diversa angolazione e soffermandosi sulla prospettiva di chi ne ha tratto beneficio: è un aspetto di cui, di solito, non si tiene conto, che giustamente si tende a tralasciare, dal momento che l'ingente mole di conseguenze negative che questa crisi ha portato con sé supera di gran lunga gli effetti positivi percepiti da pochi. Tuttavia ritengo che, per onestà intellettuale, sia giusto analizzare anche quest'ulteriore punto di vista, così da avere una panoramica completa di uno degli eventi più drammatici della storia.

Bibliografia

- “The Big Short: Inside the Doomsday Machine” di Michael Lewis, 2010, edito e pubblicato in Italia da Rizzoli
- “Istituzioni e mercati finanziari – Nona Edizione” di Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, Elena Beccalli – 2019
- “Principi di Finanza Aziendale” di Brealey Richard A., Myers Stewart C., Allen Franklin, Sandri Sandro – 2015
- “Subprime Mortgage Defaults and Credit Default Swaps” di Eric Arentsen, David C. Mauer, Brian Rosenlund, Harold H. Zhang, Feng Zhao – The Journal of Finance – 2015
- “Credit Rating Agencies: An Overview” di Lawrence J. White – Annual Review of Financial Economics – 2013

Sitografia

- <https://www.bancaditalia.it/>
- <https://www.borsaitaliana.it/>
- <http://www.consob.it/>
- <https://www.ecb.europa.eu/>
- <https://fred.stlouisfed.org/>
- <https://www.gazzettaufficiale.it/>
- <https://www.ilsole24ore.com/>
- <https://www.insidemortgagefinance.com/>
- <https://www.repubblica.it/>
- <https://www.startingfinance.com/>
- <http://www.treccani.it/>
- <https://www.wikipedia.org/>