



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**MUTUI SUBPRIME, L’INNESCO DELLA
GRANDE CRISI**

Relatore:

Prof.ssa Caterina Lucarelli

Rapporto Finale di:

Filippo Amaolo

Anno Accademico 2018/2019

INDICE

Introduzione	6
1. Mutui Subprime	
1.1 Cosa sono i mutui subprime?	8
1.2 Il rischio di credito	11
1.3 Il processo di cartolarizzazione e CDO	13
2. Dai mutui subprime alla grande crisi	
2.1 Scoppio della bolla speculativa immobiliare	20
2.2 Il crollo dei mercati	22
3. Il caso Lehman Brothers	
La parabola dei Brothers: evoluzione del colosso finanziario: dal cotone alla finanza	26
3.1 Crisi dei subprime e bancarotta nel Settembre 2008	30

Conclusione_____ **34**

Bibliografia e Sitografia_____ **36**

INTRODUZIONE

*“Tutto il mercato mobiliare è tenuto
in piedi da tutti questi prestiti scadenti,
è una bomba a tempo”*

Michael Burry

Questa frase apre lo scenario di “The Big Short”, il celebre film che ripercorre l’intera storia della grande recessione scoppiata nel 2007 negli Stati Uniti e che successivamente ha avuto, ed ha ancora ad oggi, delle ripercussioni anche in Europa.

La crisi finanziaria che si è verificata a partire dal 2007 è un evento storico di lunga durata che, di fatto, ha sconvolto la storia contemporanea e che continua a perpetrare le sue conseguenze nella vita degli uomini.

Nota con il termine “crisi dei mutui *subprime*”, essa ha costituito uno degli eventi finanziari di maggior rilevanza nella vita di moltissimi investitori e di istituti finanziari statunitensi tra i più importanti.

Questo elaborato si propone, dunque, di analizzare i momenti salienti della crisi che condusse nel 2008 al crollo della finanza mondiale; nel fare ciò, si è dedicata

particolare attenzione all'analisi del mercato dei mutui residenziali che ne ha costituito la causa prima.

Il fallimento della Lehman Brothers, una delle più importanti banche d'affari del mondo, costituisce il fatto più emblematico che la crisi ha provocato; perciò questa ricerca si conclude con un capitolo dedicato al racconto della sua storia.

1. MUTUI SUBPRIME

1.1 COSA SONO I MUTUI SUBPRIME?

I mutui *subprime* costituiscono una peculiare tipologia di prestiti ad alto profilo di rischio finanziario e sono erogati da banche e finanziarie in favore di una clientela di non primaria affidabilità e a forte rischio di *default*¹.

Nel contesto finanziario americano rappresenta un prestito immobiliare che viene concesso al prestatore che non può godere delle condizioni migliori, riservate alla clientela primaria.

Sono definiti ad alto profilo di rischio per il creditore a causa della limitata capacità del debitore di rimborsare tempestivamente quanto ricevuto.

Il boom di diffusione dei mutui subprime ebbe inizio quando, nel giugno del 2002, l'allora presidente degli Stati Uniti George W. Bush, annunciò la propria intenzione di rendere più facilmente accessibile l'acquisto della prima casa a coloro che avevano redditi più bassi. Bush, volendosi rendere partecipe di questo sogno americano, comunicò che Fannie Mae e Freddie Mac² si sono dichiarate disponibili

¹ Incapacità patrimoniale di un debitore di soddisfare le proprie obbligazioni.

Fonte: www.treccani.it, www.ilsole24ore.it

² Due gigantesche istituzioni finanziarie statunitensi specializzate nel sostegno del mercato dei mutui immobiliari.

ad aiutare i ceti meno abbienti. Fu così che, come vedremo nei successivi paragrafi, esplosero le emissioni delle cosiddette “Asset Backed Securities” ossia titoli garantiti da pacchetti di prodotti sottostanti consistenti per lo più in mutui residenziali concessi dalle banche commerciali e acquistati o garantiti da Fannie Mae e Freddie Mac e successivamente adeguatamente impacchettati secondo le varie tecniche di cartolarizzazione per essere immessi sul mercato di Wall Street.

Etimologicamente, la parola “subprime” si connota di un’accezione negativa evidenziata dal prefisso *-sub*. Esso fa, infatti, riferimento alle sopra citate condizioni meno ottimali del mutuatario, avente un passato contraddistinto da rate scadute non rimborsate, bancarotta o pignoramenti.

I soggetti coinvolti non avevano, dunque, la possibilità di accedere ai normali tassi d’interesse di mercato; tuttavia il prestito subprime veniva concesso ad un tasso di interesse più elevato proprio a causa di un “rating creditizio” inferiore al minimo consentito dei soggetti che li contraggono.

Questa tipologia di mutui si contraddistingue dal fatto che il tasso d’interesse iniziale, fisso, con il passare del tempo si converte in variabile; ad esempio si presentano numerosi casi in cui il tasso fisso iniziale, attestato attorno al 4%, raggiungeva all’incirca il 10% provocando una crescita dell’85% della rata mensile che il debitore deve pagare.

Nel 2006 i mutui *subprime* raccoglievano, soltanto nel mercato statunitense, circa 600 miliardi di dollari giungendo a coprire circa il 20% del mercato dei mutui americano.

Nel periodo compreso tra il febbraio e il settembre 2007, il Fondo Monetario Internazionale nel Global Financial Stability Report³, ha stimato in 200 miliardi di dollari le perdite registrate dal settore dei mutui subprime.

Figura n.1

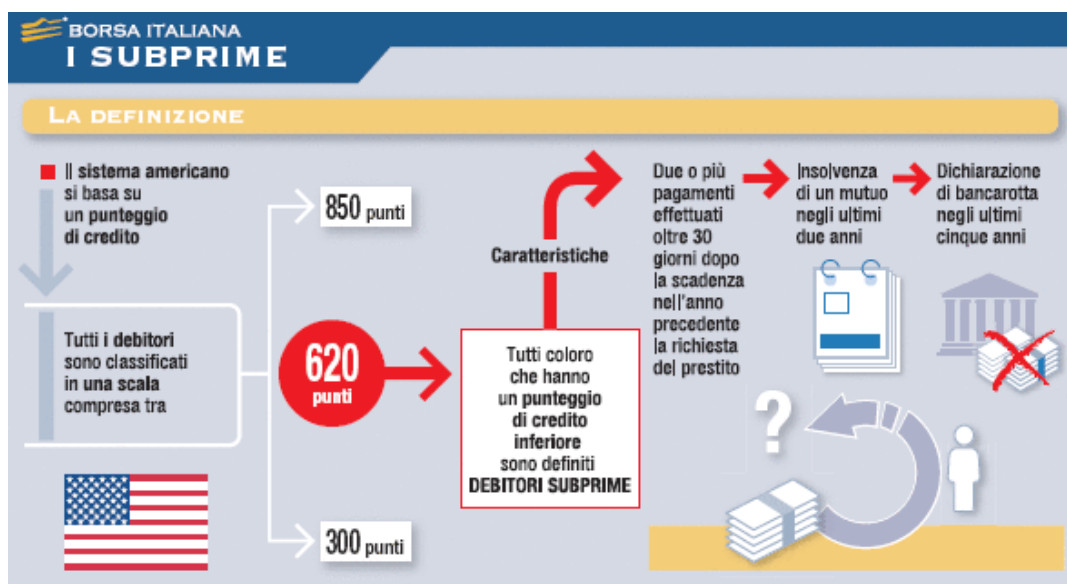


Illustrazione del procedimento di misurazione del grado di default di un mutuatario, che, se rappresentato da un punteggio FICO (Fair Isaac and Company) pari o inferiore a 620 sarà considerato a rischio. Fonte: www.borsaitaliana.it

³ Report creato per fornire una valutazione frequente dei mercati finanziari globali da parte del FMI, fornisce un'analisi tempestiva degli sviluppi sia nei paesi maturi che nei mercati emergenti. Cerca di identificare potenziali faglie nel sistema finanziario globale che potrebbero portare alla crisi. Fonte: InternationalMonetaryFund.org/GFSR.

1.2 RISCHIO DI CREDITO

Un debitore che non sia in grado di adempiere ai suoi obblighi di pagamento di interessi e di rimborso di capitale, costituisce a tutti gli effetti un rischio di credito.

Il rischio di credito è una componente di tutte le attività di prestito e, come tale, influenza le scelte d'investimento delle banche, degli intermediari finanziari e degli investitori in titoli obbligazionari.

In finanza si osserva che, più elevato è il rischio, più elevato sarà il tasso di interesse richiesto dall'acquirente del titolo come compenso per la maggiore esposizione a tale rischio.⁴

Il mercato dei subprime è da considerarsi un fenomeno di eccessiva speculazione finanziaria; ciò sta a significare che erogare un mutuo subprime rappresenta un investimento altamente rischioso e di conseguenza le banche, definite anche "prestatori", applicano tassi di interesse più elevati rispetto a quelli applicati ad un prestito concesso ad un debitore solido e con un profilo di rischiosità medio/basso.

Un ruolo decisivo per la proliferazione di questo tipo di mutui è stato svolto dalla distribuzione del rischio ad essi connesso attraverso la loro cartolarizzazione⁵.

⁴ Fonte: www.borsaitaliana.it

⁵ Come esplicitato nel paragrafo successivo, si tratta del processo di trasformazione di un debito in titoli collocabili sul mercato.

Le operazioni di trasferimento del rischio hanno creato incertezza riguardo l'effettiva distribuzione del rischio stesso tra gli operatori finanziari, generando forti cali delle borse mondiali. La crisi dei subprime, infatti, ha evidenziato che la vulnerabilità delle banche alle insolvenze dei prenditori di fondi non viene eliminata o attenuata dalla cartolarizzazione degli attivi rischiosi. Contrariamente, il rischio torna alle stesse banche attraverso vari canali di trasmissione; tra questi: la prestazione di garanzie e la cessione di linee di liquidità alle società veicolo⁶, il possesso diretto di titoli strutturati per motivi di investimento e trading (ABS o CDO) o altre esposizioni verso soggetti colpiti dalla crisi, come nel caso degli hedge fund.

La minore affidabilità dei mutuatari subprime rispetto ai normali destinatari di contratti di mutuo e la facilità con la quale molte banche hanno collocato sul mercato strumenti finanziari collegati a un mutuo subprime, hanno determinato la difficoltà delle banche statunitensi a adempiere agli obblighi assunti nei confronti dei sottoscrittori degli strumenti finanziari emessi con le cartolarizzazioni.

La conseguenza più immediata di ciò fu una crisi di liquidità nel mercato del credito americano che ebbe ripercussioni su tutti i mercati borsistici mondiali.

⁶ SPV (Special Purpose Vehicle), è la società creata ad *hoc* per il ruolo di acquirente delle attività cedute che emette e colloca sul mercato i titoli rappresentativi dei crediti ceduti. Fonte: G. GIOVANDO, *La cartolarizzazione dei crediti*, Giappichelli, Torino 2006, p.

Secondo Alan Greenspan, noto economista statunitense e presidente della Federal Reserve dal 1987 al 2006, è stata l'eccessiva cartolarizzazione dei subprime a causare quella che è l'attuale crisi di solvibilità del comparto bancario.

La crisi dei mutui subprime è la causa primaria che ha condotto l'intero modello economico del capitalismo occidentale ad una crisi profonda e che lo ha fatto precipitare in una recessione economica senza precedenti di cui stiamo pagando le conseguenze ancora oggi.

1.3 PROCESSO DI CARTOLARIZZAZIONE E CDO

La *securitization*, o cartolarizzazione, indica quel tipo di operazione che permette lo scambio di attività finanziarie non negoziabili, mutui in questo caso, in titoli garantiti⁷ dagli investimenti sottostanti.

La cartolarizzazione, viene definita dall'ABI⁸, come una tecnica finanziaria mediante la quale i flussi di cassa derivanti da impieghi creditizi, mutui o altre classi dell'attivo (*assets*), vengono selezionati e aggregati al fine di costituire un supporto

⁷ Asset-Backed Securities (ABS): titoli emessi da società per la cartolarizzazione a seguito della cessione degli assets da parte dell'originator e garantiti da attività sottostanti.

⁸ Associazione Bancaria Italiana.

finanziario e di garanzia ai titoli rappresentativi di tali crediti, collocati nel mercato dei capitali⁹.

Le operazioni di cartolarizzazione, sono l'innovazione finanziaria, che ha consentito la conversione di attività a liquidità differita (crediti o altre attività finanziarie illiquide generatrici di flussi di cassa periodici) in prodotti finanziari rappresentati da titoli (securities) negoziabili e collocabili sui mercati finanziari.

Ha permesso, inoltre, il trasferimento del rischio di credito su soggetti diversi da quelli che lo hanno originato, favorendo una minor concentrazione di tale rischio in un unico soggetto.

La cartolarizzazione non è però una semplice innovazione a livello di prodotto, ovvero la sua importanza e la sua portata innovatrice non si limitano soltanto all'emissione di ABS, ma è anche e soprattutto un'innovazione a livello di processo, o come è stato definito dagli stessi operatori del settore: un nuovo modo di fare banca¹⁰.

Il processo di cartolarizzazione è un fenomeno che trae le sue origini nel mercato degli Stati Uniti intorno alla fine degli anni Settanta e vede un massiccio incremento, soprattutto nel 2006, derivante dell'attività di erogazione di prestiti a mutuatari con basso merito di credito e dalla propensione da parte delle banche e di

⁹ G. GIOVANDO, *La cartolarizzazione dei crediti*, Giappichelli, Torino 2006, pp.1-2.

¹⁰ BANCA COMMERCIALE ITALIANA, *La cartolarizzazione dei crediti: le potenzialità per il sistema finanziario italiano*, in *Tendenze Monetarie*, n.77, 1999.

altri intermediari a trasferire il rischio così acquisito mediante operazioni di cartolarizzazione in capo agli investitori.

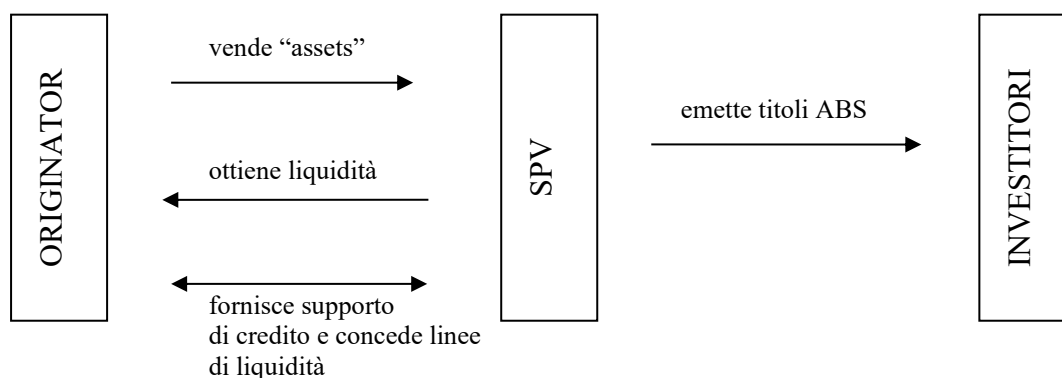
Il processo di cartolarizzazione si articola in quattro fasi:

- I. Una società, detta *originator*, individua e seleziona un portafoglio di attività idoneo a produrre flussi di cassa periodici e omogenei;
- II. Il portafoglio di attività viene ceduto ad una società veicolo, detta *Special Purpose Vehicle* (SPV);
- III. La SPV si tutela dal rischio di insolvenza dei debitori originari attraverso il *credit enhancer*¹¹ in genere una banca o da una società di assicurazione;
- IV. La SPV emette e colloca dei valori mobiliari (ABS) rappresentativi degli asset ceduti che le consentono di finanziare l'acquisto del portafoglio¹².

¹¹ Soggetto che, in un'operazione di cartolarizzazione, svolge un ruolo molto importante in quanto è incaricato di ridurre il livello complessivo di rischio creditizio implicito nei titoli emessi. Ha l'obiettivo di indurre il pubblico a sottoscrivere i titoli emessi dallo SPV nei casi in cui potrebbero risultare poco attendibili e rischiosi.

¹² G. GIOVANDO, *La cartolarizzazione dei crediti*, Giappichelli, Torino 2006. 2.7

Tabella n.1: Schema esplicativo del processo di cartolarizzazione



Fonte: mia personale elaborazione.

Il motivo per cui le insolvenze dei titolari dei mutui subprime si sono gradualmente spostate sulle banche e sui mercati finanziari, generando forti cali delle borse mondiali, risiede nei meccanismi di gestione del rischio connesso a tali mutui ad alto rischio.

Le banche titolari di debiti ad alto rischio come quelli derivanti dai subprime, si tutelano cartolarizzando i suddetti debiti e rivendendoli ad alti investitori istituzionali e privati. L'elevato rischio connesso a questi prodotti è compensato da rendimenti di molto superiori alla media; tuttavia resta sempre presente il rischio molto elevato di *default*.

I titoli emessi a seguito di un'operazione di securitization prendono il nome di *asset backed securities* (ABS).

Tali titoli sono generalmente suddivisi in *tranche* omogenee di rischio: quella più rischiosa è la *tranche junior*, seguita poi dalle *tranche mezzarine* o *senior*.

Le operazioni di finanza strutturata possono essere a loro volta suddivise in ABS tradizionali o CDO ¹³. L'emissione di questi titoli prevede che la SPV “combini” il portafoglio di attività di riferimento (ABS) in un CDO.

Sono degli strumenti derivati che incorporano al loro interno più attività omogenee, tra cui obbligazioni, strumenti di debito e titoli in generale. Possono avere come *collateral*, cioè al loro interno, altri CDO e in questo caso vengono chiamati “*CDO squared*”.

Come tutti i derivati, il loro valore viene determinato sulla base dei titoli sottostanti; più questi sono rischiosi, maggiore sarà il tasso di interesse associato ad esso e viceversa. Per questo anch'essi sono suddivisi in *tranche* caratterizzate da gradi crescenti di rischio e rendimento. Proprio attraverso la valutazione del rischio, come detto precedentemente, viene determinato il rating del CDO che rispecchierà, ponderatamente, quello di tutti i titoli che incorpora.

L'innovazione finanziaria ha altresì favorito lo sviluppo dei cosiddetti *single-tranche CDO*, ossia titoli sintetici e strutturati in modo da soddisfare specifiche esigenze dell'investitore il quale può scegliere i debitori le cui passività andranno a comporre il portafoglio sottostante.

¹³ “Cartolarized Debt Obligation”

Le operazioni di cartolarizzazione hanno permesso da una parte il trasferimento del rischio, ma dall'altra hanno generato prodotti strutturati molto complessi, poco standardizzati e scambiati prevalentemente «over the counter»¹⁴.

La valutazione dei CDO richiede di stimare:

- La probabilità di default
- Il *recovery rate*¹⁵
- La default correlation¹⁶.

Tutte le variabili sopraelencate pongono problemi non indifferenti di stima.

Una quinta fase del processo di cartolarizzazione può essere identificata proprio nella valutazione della bontà degli ABS e dei CDO da parte delle agenzie di rating. Il *rating* è una stima espressa da un soggetto esterno ed indipendente alla società emittente circa la capacità dello stesso di far fronte puntualmente al pagamento del capitale e degli interessi relativi ad una emissione di titoli di credito.

¹⁴ Ossia in mercati secondari connotati da scarsa liquidità e non in grado di esprimere prezzi significativi

¹⁵ Indica il tasso di recupero, è la percentuale che l'obbligazione recupera, rispetto al valore nominale del bond, quando la società emittente finisce in default o in bancarotta. Fonte: "ilsole24ore.com".

¹⁶ Misura se le attività a rischio di credito hanno maggiori probabilità di inadempienza insieme o separatamente. La correlazione è essenziale per comprendere il rischio dei portafogli di credito, compresi i CDO. Determina inoltre il rischio di credito di un portafoglio e il capitale economico richiesto per supportare quel portafoglio.

La funzione principale di un'agenzia di rating è quella di rendere nota agli investitori la probabilità che le quote di capitale e gli interessi a loro spettanti vengano corrisposti puntualmente e nel rispetto dei termini contrattuali.

Anche le stesse agenzie di rating, a fronte dell'opacità dei prodotti e del conseguente proliferare di condizioni di incertezza informativa sulla valutazione di questi titoli ed evidentemente inconsapevoli della reale composizione di questi strumenti, hanno spesso assegnato a questi CDO un rating tripla A non veritiero ¹⁷ che rappresenta una delle cause del collasso del sistema economico.

¹⁷ È la valutazione più elevata di rating, utilizzata per indicare la massima sicurezza di un titolo finanziario del capitale a lungo termine (indica il grado di solvibilità).

2. DAI MUTUI SUBPRIME ALLA GRANDE CRISI

2.1 SCOPPIO DELLA BOLLA SPECULATIVA IMMOBILIARE

Per comprendere a pieno i presupposti della crisi finanziaria dei mutui *subprime* è necessario risalire al 2002, quando il presidente degli Stati Uniti George W. Bush annunciò la propria intenzione di rendere maggiormente accessibile l'acquisto della prima casa a coloro che avevano redditi più bassi; per di più in quel momento l'economia americana stava cercando di riprendersi dalle ripercussioni della tragedia dell'11 settembre 2001. Il sostegno ai consumi in un modello economico così definito poteva avvenire solamente grazie all'aumento del credito e all'abbassamento progressivo dei tassi di interesse.

Fu così che esplose l'erogazione di mutui residenziali ad alto rischio e l'emissione delle *Asset Backed Securities*¹⁸.

A partire dal 2000 fino alla metà del 2006, i prezzi delle abitazioni sono cresciuti in maniera costante e significativa generando una vera e propria bolla immobiliare. In generale, con il termine "bolla speculativa" si indica il fenomeno di un rialzo rapido e ingiustificato dei prezzi e del valore di determinati beni, servizi o prodotti

¹⁸ P. DACREMA, *La crisi della fiducia, le colpe del rating nel crollo della finanza globale*, Etas, Milano 2008, pp. 3-4-5.

finanziari. Questo fenomeno non ha una reale e specifica ragione economica ma dipende soprattutto dalle aspettative di guadagno che l'investimento genera in determinati beni, servizi o prodotti finanziari.

Oltre alla bolla immobiliare ed ai bassi tassi di interesse, la crescita dei *subprime* fu sostenuta anche dallo sviluppo delle operazioni di cartolarizzazione; ciò permise agli istituti di credito di rientrare in tempi rapidi nella disponibilità del denaro prestato che, altrimenti, avrebbero riscosso solo al termine dei mutui stessi.

In un contesto di bassi tassi di interesse, i titoli cartolarizzati furono sottoscritti da molti investitori sia negli USA sia in Europa. Vennero a crearsi, così, i presupposti per la trasmissione della crisi dell'economia statunitense alle economie europee¹⁹ che infine si diffuse in maniera capillare nel tessuto finanziario globale²⁰

Gli investitori erano attratti dall'ottima valutazione degli ABS e dei CDO fornita dalle più autorevoli agenzie di rating che, però, presentava gravi errori nel calcolo della correlazione dei default dei vari mutui cartolarizzati e contenuti nelle obbligazioni.

Il rating, infatti, costituì un'altra causa di questa grave crisi. Tali difficoltà divennero, di fatto, evidenti solamente in seguito allo scoppio della crisi, momento

¹⁹ www.consob.it

²⁰ N. LINCIANO, *La crisi dei mutui subprime* in «Quaderni di Finanza», Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato S.p.a., n.62, Roma settembre 2008, pp. 1-2-3.

in cui divenne evidente che le stesse agenzie avevano assegnato dei giudizi troppo generosi ai suddetti strumenti strutturati di estrema complessità.

Agli investitori fu, inoltre, data la possibilità di acquistare delle assicurazioni in caso di default di questi strumenti: i “Credit Default Swap” (CDS).

I CDS sono dei derivati creditizi in base ai quali è possibile proteggersi dal rischio di insolvenza di un determinato soggetto. Chi compra CDS paga un premio a una controparte per garantirsi contro il default del titolo obbligazionario che detiene in portafoglio²¹.

2.2 IL CROLLO DEI MERCATI

I mutui ipotecari divennero una materia prima molto redditizia e richiesta dal mercato; *Wall Street* aveva bisogno di un volume costantemente in crescita di questi mutui per i quali una elevata domanda condusse ad una rapida riduzione della qualità.

I mutui diventarono sempre più “tossici” e proprio a causa dell’inesistenza di un controllo a monte, cioè da parte dalle banche che ormai finanziavano al 100%

²¹ Vedi P. DACREMA, *La crisi della fiducia*, Etas, Milano 2008, pp. 5-6.

l'acquisto delle case, il mercato venne letteralmente inondato da questi mutui scadenti²².

L'epilogo di questa storia fu scontato: quando il mercato immobiliare ha dato i primi segni di cedimento e i mutui hanno iniziato a non essere ripagati, gran parte degli attori del mercato finanziario globale si sono trovati esposti a forti perdite alle quali non erano assolutamente preparati.

Tutti gli istituti finanziari ebbero la necessità di liquidità per poter risultare solventi ma non ve ne era abbastanza in circolazione per far fronte a tale richiesta. Ecco, in definitiva, la spiegazione di come abbia la banca di investimento Bear Stearns e la prestigiosa banca d'affari americana Lehman Brothers a fallire così velocemente.

Il sistema finanziario americano fu salvato solo grazie ad imponenti e immediate iniezioni di liquidità ad opera della Federal Reserve coadiuvata dal programma TARP²³

All'inizio del 2004, la FED cominciò a innalzare i tassi di interesse in risposta alla ripresa economica statunitense. I mutui divennero sempre più costosi e, come detto prima, aumentarono i casi di insolvenze delle famiglie incapaci di restituire le rate sempre più costose.

²² *Ibid.*, pp 6-7.

²³ Troubled Asset Relief Program, si tratta di un programma pagato dal governo federale americano, che aveva il compito di comprare i titoli tossici per alleggerire le sofferenze di questo tipo di settore.

La domanda di immobili si ridusse notevolmente con conseguente scoppio della bolla immobiliare e contrazione del valore delle ipoteche a garanzia dei mutui esistenti.

A partire dal 2007 e per tutto il 2008 si susseguì una fase in cui i titoli cartolarizzati subirono vari declassamenti²⁴ del merito creditizio da parte delle agenzie di rating. Tali titoli persero ogni valore e divennero illiquidi, costringendo le società veicolo a chiedere fondi alle banche che li avevano emessi e che avevano garantito delle linee di liquidità. Le banche però non furono in grado di reperire la liquidità necessaria per soddisfare tali richieste e ciò comportò il passaggio da una crisi di fiducia ad una crisi di liquidità.

La crisi si estese anche ai mercati azionari e giunse a colpire i titoli delle società del settore finanziario; progressivamente si diffuse all'intero sistema finanziario. Questa crisi trasferì i propri effetti sull'economia reale statunitense ed europea comportando una caduta del reddito e dell'occupazione.

A questa caduta concorsero la restrizione del credito bancario alle famiglie e alle imprese, un progressivo deterioramento delle aspettative da parte delle stesse, una diminuzione del prezzo delle case e numerose ripercussioni su consumi e investimenti.

²⁴ In ambito finanziario detti *downgrading*.

Consistenti piani di salvataggio, oltre a quelli della FED e del programma TARP, vennero disposti da parte di numerosi stati europei (Belgio, Danimarca, Lussemburgo, Francia, Germania, Grecia, Paesi Bassi, Portogallo e Svezia) alle banche dei rispettivi sistemi nazionali²⁵.

Nel settembre del 2008 successe qualcosa di molto grave, equiparabile ad un forte terremoto con epicentro nella piazza finanziaria più importante del mondo. Wall Street crolla, fu come se il cuore della finanza mondiale fosse stato colpito da un infarto quasi mortale di cui fu inevitabile che ne risentissero le economie di tutti i continenti e l'intero sistema capitalistico globalizzato²⁶.

²⁵ www.consob.it; N. LINCIANO, *La crisi dei mutui subprime*, «Quaderni di Finanza», Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato S.p.a., n.62, Roma settembre 2008.

²⁶ P. DACREMA, *La crisi della fiducia*, Etas, Milano 2008, p.17.

3. IL CASO LEHMAN BROTHERS

3.1 LA PARABOLA DEI BROTHERS: L'EVOLUZIONE DEL COLOSSO FINANZIARIO DAL COTONE ALLA FINANZA.

La Lehman Brothers fu una società attiva sin dal 1850 a Montgomery (Alabama) come società commerciale operante nel settore tessile. Tutto ebbe inizio nel 1844 quando Henry Lehman, figlio di un mercante di bestiame emigrato negli Stati Uniti, aprì un negozio di prodotti tessili e di abbigliamento, la “H. Lehman”. Nell’anno 1847, in seguito all’arrivo del fratello Emanuel, il nome della società divenne “H. Lehman and Bro”; successivamente, nel 1850, si unì a loro anche il fratello minore Mayer Lehman e il nome cambio nuovamente: venne fondata la “Lehman Brothers”.

In quegli stessi anni negli Stati Uniti meridionali il petrolio veniva comunemente chiamato “cotone” e costituiva una delle colture più importanti per quegli Stati in quanto vantava un alto valore di mercato. Inizialmente, i tre fratelli iniziarono ad accettare cotone grezzo come metodo di pagamento per la merce, dando avvio così ad una seconda attività commerciale, quella di intermediazione.

Nel 1858, in seguito allo spostamento del commercio del cotone a New York, i fratelli Lehman aprirono la loro prima succursale a Manhattan. Qui, in seguito alla morte di Henry provocata dalla febbre gialla, spostarono il loro quartier generale e

nel 1870, dopo la crisi derivata dalla guerra di secessione americana (1861-1865), la società partecipò alla fondazione della Borsa del cotone.

Nel corso dei decenni successivi, la società estese la propria attività al campo dell'industria ferroviaria partecipando al mercato emergente delle obbligazioni ferroviarie entrando così nel mercato della consulenza finanziaria.

In realtà un primo passo verso il mondo della consulenza finanziaria fu effettuato dalla Lehman Brothers già nel 1844 quando i fratelli Lehman iniziarono a investire nella ricostruzione della nazione dopo il disastro della Guerra Civile, privilegiando soprattutto il settore ferroviario.

Alla fine del IX secolo, quello che era nato come un piccolo negozio di città, si era ormai evoluto a tutti gli effetti in una potenza finanziaria i cui rappresentanti sedevano al tavolo del consiglio della Borsa del cotone, della Borsa del caffè e nel 1887 della Borsa Valori di New York.

Nell'anno 1906, grazie anche all'alleanza con la *Goldman Sachs*²⁷ si verificò ufficialmente il passaggio della Lehman Brothers da società impegnata nel campo delle materie prime a casa di emissione di titoli.

In questo momento le redini della società passarono nelle mani di Robert Lehman, nipote di Emanuel, che dotato di spiccate qualità visionarie riesce ad indirizzare

²⁷ Fondata nel 1869 è una delle più grandi banche d'affari del mondo, con sede a Wall Street si occupa principalmente di investimenti bancari e azionari e servizi di consulenza finanziaria.

sulla retta via la banca di cui ora è a capo. È proprio sotto la sua guida che la Lehman Brothers dà avvio ad una serie di investimenti sulle nuove industrie come ad esempio l'industria cinematografica, quella petrolifera e la nascente industria elettronica.

Con la morte di Robert Junior, ultimo membro della famiglia a dirigere la società, la Lehman Brothers affrontò una delicata fase di crisi economica dalla quale si risollevò tra gli anni Sessanta e Ottanta del '900 ottenendo dei profitti record e diventando così una delle quattro banche d'affari più importanti degli USA.

A partire dall'agosto 2007, la grave crisi dei mutui *subprime* ha costretto la società a chiudere la banca finalizzata a questa tipologia di prestito e a sopprimere 1200 posti di lavoro accumulando nei mesi successivi delle perdite elevatissime e registrando un crollo delle sue azioni del 97%.

Figura n.1: Titolo “Lehman Brothers”

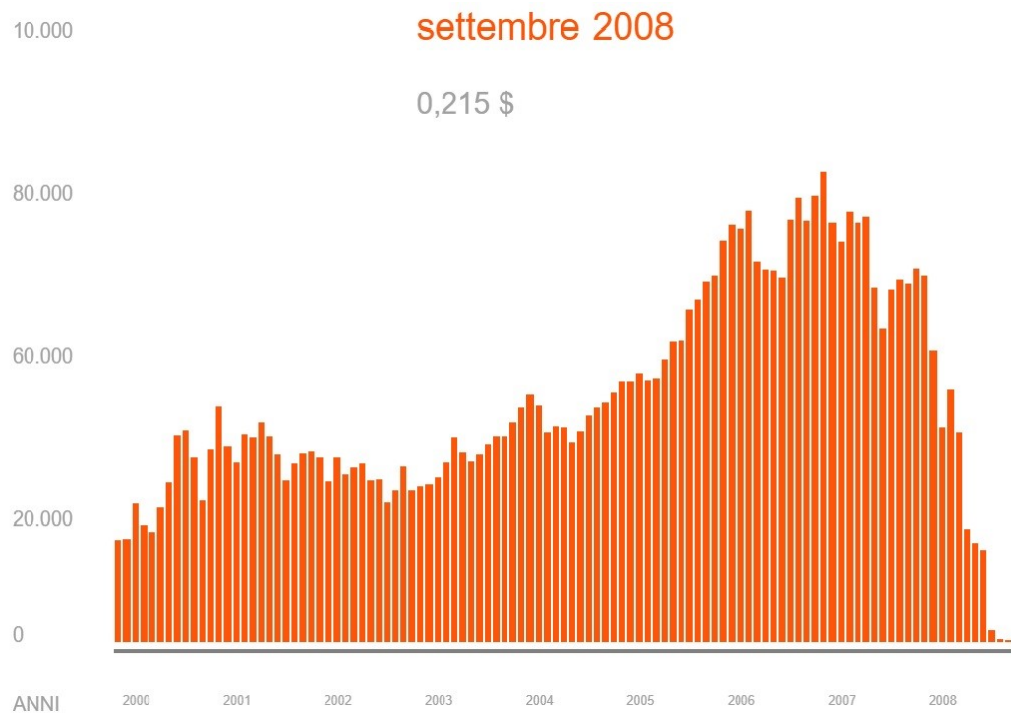


Grafico che mostra l’andamento del prezzo del titolo “Lehman Brothers” nel periodo compreso tra il 2000 e il 2008, passato da un valore unitario di 82.24\$ nel gennaio 2007 ad un valore di 0.215
Immagine di: “LaRepubblica.it”.

Nel settembre 2008 la Lehman Brothers si è vista costretta ad annunciare il ricorso alle procedure fallimentari. Il suo *crack* ad oggi costituisce il più importante evento di bancarotta verificatosi negli Stati Uniti e che ebbe immediate e ponderose ripercussioni nella Borsa di Wall Street e successivamente in quelle europee. Per dare un’idea della gravità dell’evento, si può affermare che in una sola seduta di

borsa i listini del Vecchio continente hanno bruciato oltre 120 miliardi di euro di capitalizzazione.

Nel paragrafo seguente verranno delineate le cause che hanno costituito la base della più grave bancarotta della storia della finanza mondiale.

3.2 CRISI DEI *SUBPRIME* E BANCAROTTA NEL SETTEMBRE 2008

Nell'agosto del 2007 la società chiuse la propria banca deputata all'erogazione dei prestiti *subprime*, la BNC Mortgage, e dichiarò che le scadenti condizioni del mercato di questo tipo di mutui avevano reso necessaria una riduzione delle risorse. Nel 2008, a causa della crisi dei mutui *subprime*, la Lehman Brothers ha affrontato una perdita senza precedenti come conseguenza del mantenimento di ampie posizioni nel settore dei mutui *subprime* e di altri titoli a basso *rating* relativi alla cartolarizzazione degli stessi.

Per tutto il corso dell'anno la banca ha continuato a collezionare ingenti perdite, fino a quando il 12 settembre 2008 il presidente della New York Federal Reserve, Timothy F. Geithner, convocò una riunione con i vertici delle più importanti banche di investimento e commerciali degli Stati Uniti per valutare la situazione della Lehman Brothers e trovare, di conseguenza, una soluzione per salvarla dal *crack*. Tra di loro, però, non vi era un accordo nel decidere se la banca fosse solvente o

no. In ambito finanziario, essere solvente vuol dire che ciò che possiedi vale di più rispetto ai tuoi debiti; in caso contrario, sussiste il rischio di bancarotta.

L'Amministratore Delegato della Lehman Brothers, Richard Fuld, sostenne la solvenza della sua banca e affermò che, di fatto, si trattava solamente di una crisi di fiducia da parte del mercato, tanto da sostenere che anche il fallimento della Bear Stearns²⁸ fosse stato generato dalle continue voci negative che provocarono una crisi di liquidità.

In quegli anni la Lehman Brothers venne definita "Lo squalo di Wall Street" proprio a causa del carattere piuttosto dittatoriale di Fuld; infatti a suo parere Wall Street era un campo di battaglia su cui prevalere.

Negli anni precedenti la crisi, egli comprese che esisteva un settore in cui era possibile prevalere ed era quello dei mutui *subprime* i quali richiedevano un investimento ad altissimo rischio che si sarebbe però rivelato molto redditizio. La Lehman Brothers non aveva la possibilità di emettere mutui a causa della sua natura di banca d'affari; di conseguenza iniziò ad acquistarli da società finanziarie altre per poi costruire dei titoli derivati. Questi titoli possedevano un alto grado di rischio in quanto si fondavano su un debito, ma allo stesso tempo erano sicuri poiché garantiti da beni immobiliari. Le previsioni di Fuld si rivelarono vere; infatti in

²⁸ Altra banca d'investimento statunitense fallita nel maggio del 2008 a causa della sua forte esposizione in titoli e strumenti derivati garantiti da mutui ipotecari.

quagli anni la Lehman Brothers registrò un guadagno superiore di tutte le altre banche.

Quando, nello stesso anno, la FED alzò i tassi di interesse scoppiò una bolla immobiliare: crollò il valore delle case e venne meno anche la qualità dei titoli garantiti dai mutui.

Nella riunione convocata da Geinthner, il presidente della FED Ben Bernanke e i massimi esponenti della finanza americana erano convinti che la Lehman Brothers avesse un buco in bilancio, che fosse a corto di liquidità e dunque la giudicarono insolvente. La loro linea prevalse a discapito delle convinzioni di Fuld; di conseguenza, siccome il buco in bilancio venne considerato eccessivamente ponderoso per essere coperto, non venne raggiunto nessun accordo con la FED per il salvataggio della banca.

In quello stesso periodo altre banche d'affari, come la Merrill Lynch, la Morgan Stanley e la Goldman Sachs vennero salvate dalla bancarotta proprio dalla stessa FED che aveva concesso loro la possibilità di accedere alla liquidità erogata dalla stessa; ciò fu negato alla Lehman Brothers.

Il 15 settembre del 2008 la Lehman Brothers comunicò l'intenzione di avvalersi del "Chapter 11", annunciando debiti bancari per migliaia di milioni di dollari.²⁹

²⁹ Norma della legge fallimentare statunitense che delinea la procedura che si attua in caso di fallimento, con cui un imprenditore che non è più in grado di onorare i propri debiti cessa la sua attività e i suoi beni vengono venduti per ripagare i creditori.

Alle ore 13:45 di lunedì 15 settembre 2008 la Lehman Brothers dichiara bancarotta.

Fonte: [www.repubblica.it/economia/la vera storia del fallimento della Lehman Brothers](http://www.repubblica.it/economia/la-vera-storia-del-fallimento-della-lehman-brothers).

CONCLUSIONE

La bolla immobiliare ed il successivo fallimento della Lehman Brothers provocarono ripercussioni economiche a livello mondiale.

Talvolta, per i suoi ponderosi effetti, la si è paragonata alla grande crisi del 1929, caratterizzata dal definitivo crollo della borsa valori di Wall Street con devastanti effetti recessivi che, alla fine degli anni venti, colpirono sia i paesi industrializzati e anche i paesi esportatori di materie prime

Dal punto di vista strettamente finanziario, il “terremoto” causato dalla crisi del 2008 credo si possa considerare addirittura più violento delle conseguenze provocate dalla crisi del 1929.

Ora, potrebbe essere davvero arrivato il momento di un'altra Bretton Woods, conferenza avvenuta nell'omonima città americana che, nel 1944, riunì i rappresentanti di 44 nazioni per riformare le regole del sistema finanziario internazionale sconvolto dal precedente conflitto, per mettere tutto in discussione una seconda volta.

La crisi del 2008 ha colpito quasi tutte le principali economie avanzate, costringendole ad una profonda recessione.

La tendenza alla caduta dei consumi è il primo e scontato effetto della crisi.

Tra i grandi paesi che ancora oggi stanno pagando le conseguenze di questo drammatico evento troviamo l'Italia che, dopo oltre dieci anni, ancora non è riuscita a recuperare terreno rispetto agli altri Paesi.

BIBLIOGRAFIA

DANILO DRAGO, *Securitization, Cdo e covered bonds, Strumenti e tecniche di frontiera per le banche: caratteristiche, mercato e rating*, Roma, Bancaria Editrice, 2007.

GUIDO GIOVANDO, *La cartolarizzazione dei crediti*, Torino, Giappichelli, 2006.

NADIA LINCIANO, *La crisi dei mutui subprime* in «Quaderni di Finanza», Consob, Roma, Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato S.p.a., n.62, settembre 2008.

PIERANGELO DACREMA, *La crisi della fiducia, le colpe del rating nel crollo della finanza globale*, Milani, Etas, 2008.

SITOGRAFIA

Il Sole 24 ore, www.ilsole24ore.it, ultima consultazione il 13/01/2020.

La Repubblica, https://www.repubblica.it/economia/2018/09/12/news/la_vera_storia_del_fallimento_lehman-205828602/, ultima consultazione il 06/01/2020.

Borsa Italiana, <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-lalente/mutuisubprime.htm>, ultima consultazione il 06/01/2020.

Treccani, http://www.treccani.it/enciclopedia/crisi-dei-mutui-subprime_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/, ultima consultazione il 06/01/2020.

Associazione Bancaria Italiana, <http://www.ABI.it>, ultima consultazione il 20/01/2020.

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>, ultima consultazione il 06/01/2020.

International Monetary Fund, <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2016/12/31/Global-Financial-Stability-Report-October-2007-Financial-Market-Turbulence-Causes-21125>, ultima consultazione il 24/01/2020.