



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE

FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale in economia e management

Curriculum amministrazione finanza e controllo

FINANZA & CINEMA

FINANCE & CINEMA

Relatore: Chiar.mo

Prof. Caterina Lucarelli

Tesi di Laurea di:

Edoardo Bruni

Anno Accademico 2020 – 2021

INDICE

INTRODUZIONE

1) HEDGE FUNDS & “BILLIONS”

- 1.1) I fondi comuni di investimento
- 1.2) Hedge funds: caratteristiche e modalità di investimento
- 1.3) Regolamentazione e distribuzione in Europa
- 1.4) Migliori hedge funds nel mondo
- 1.5) Billions

2) BANCHE D’AFFARI & “DIAVOLI”

- 2.1) Caratteristiche principali
- 2.2) Banche d’affari americane e europee
- 2.3) Crisi e Banche d’affari
- 2.4) Diavoli

3) CRISI DEL 2008 & “LA GRANDE SCOMMESSA”

- 3.1) I mutui subprime e la situazione pre crisi
- 3.2) Crisi
- 3.3) Post 2008
- 3.4) Agenzie di Rating e conflitto di interesse
- 3.5) La grande scommessa

INTRODUZIONE

“Finanza”, parola molto comune da tempo nei paesi anglosassoni, mentre nel nostro amato stivale sconosciuta, soprattutto in determinati ambienti e situazioni, negli anni addietro. Anche se di recente si sta verificando una evoluzione del termine, nel nostro sapere e linguaggio comune. Se prima la conoscenza finanziaria era un vuoto per la maggior parte del popolo italico, oggi sembra ci sia un netto miglioramento, anche se non ai livelli dei migliori paesi sviluppati. Secondo una ricerca recentemente svolta dal “Sole 24 Ore”¹, la media della conoscenza finanziaria riguardo a determinati temi finanziari, su un totale di risposte risultava il 30% contro la media dei paesi OCSE² del 62%, inoltre risultava di essere arretrati riguardo l’educazione finanziaria anche a determinati paesi asiatici come Korea, Giappone. Ma la domanda fondamentale è, tutta questa asimmetria informativa da parte della popolazione italiana, cos’ha determinato? Naturalmente un vantaggio per delle categorie a sfavore degli “ignoranti” finanziari. Come si duole ricordare le vicende del 2015, riguardo le 4 banche

¹ <https://www.infodata.ilsole24ore.com/2019/12/23/educazione-finanziaria-gli-italiani-messimale-le-italiane-peggio/>

² Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico

fallite³, in cui i risparmiatori convinti di depositare i propri soldi al sicuro, naturalmente con inganno dei vari funzionari bancari, hanno acquisito obbligazioni subordinate⁴ e al momento dei vari fallimenti si son visti bruciare i vari risparmi. Un po' di anni fa, venne intervistato a sky tg 24, un consulente finanziario, in anonimo, in cui raccontava di come sia per scopi personali che della banca, vendesse strumenti finanziari ai propri clienti, non in funzione delle varie esigenze della persona davanti, ma solo con fine provvigionale e di come avrebbe venduto vari strumenti quasi “spazzatura” ignorando totalmente il cliente. Con questo piccolo sunto si è voluto identificare la situazione finanziaria e cosa ha comportato negli anni. Scopo di questo lavoro è capire come, un canale di influenza come il cinema abbia inciso per quanto riguarda il tema finanziario. Il cinema è sempre stato modello di influenza nel nostro vivere, partendo dall'abbigliamento a modi di comunicare, ma da poco anche in tema finanziario. Come non ricordare a giorni dall'uscita del film con protagonista Di Caprio⁵, tutti volevano iniziare a “giocare”⁶ in Borsa.

³ Banca Etruria, Banca Marche, Banca Chieti e Banca Ferrara

⁴ Obbligazioni con caratteristica speculativa e con priorità di rimborso in caso di fallimento bassa

⁵ Non inserito in questo lavoro perché più del tema finanza come tema centrale traspare la vita rock and roll del protagonista

⁶ La maggior parte delle persone pensa che la finanza sia un gioco e non un investimento

Si tratterà la correlazione di due istituzioni finanziarie con i relativi film/serie tv a riguardo come gli Hedge Funds e le Banche d’Affari, ma anche la Crisi dei mutui subprime, che abbiamo vissuto sulla nostra pelle.

CAPITOLO 1 – HEDGE FUNDS & “BILLIONS”

1.1: I fondi comuni di investimento

Fondi comuni di investimento⁷ appartenenti alla più vasta categoria del risparmio gestito. Con il risparmio gestito le decisioni riguardanti l’impiego della propria ricchezza vengono in gran parte delegate ad operatori professionisti che possono intervenire sia nella fase di definizione di risorse opportunamente impiegabili sul mercato finanziario, sia nella fase di costruzione e revisione del migliore portafoglio per l’investitore. Le varie forme di organizzazioni riconducibili al risparmio gestito sono:

⁷ Domenichelli Oscar, “Funzionamento, scelta e gestione dei fondi comuni di investimento”,

Giappichelli editore, Torino 2007, pagg 1-11

- Gestione Patrimoniali Mobiliari, svolgono un servizio per conto e nell'interesse del singolo investitore
- Gestione Patrimoniale in Fondi, simile al primo ma con oggetto di investimento rappresentato unicamente da quote in fondi comuni di investimento
- Polizze united linked, polizze assicurative con investimento in fondi comuni di investimento
- Polizze index linked, polizze assicurative con investimento in titoli obbligazionari
- Fondi Pensione, previdenza complementare con investimenti in strumenti finanziari al fine di affiancarsi alla pensione di base
- La gestione collettiva del risparmio, servizio che si realizza mediante la promozione, istituzione e organizzazione dei fondi comuni d'investimento e l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti; la gestione del patrimonio di OICR⁸, di propria o altrui istituzione, mediante l'investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti o altri beni mobili o immobili

⁸ OICR (Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio) sono le SICAV (Società di Investimento a Capitale Variabile) e i fondi comuni di investimento. Differenza è che nel primo il patrimonio non è autonomo, mentre nel secondo si

Il primo fondo comune⁹ è il Massachusetts Investor Trust (MIT), costituito a Boston nel 1924 ed ancora oggi attivo. Sin dagli albori dell'industria del risparmio gestito americano si scatena la disputa tra gestione attiva, ovvero non legata agli indici, e gestione passiva, ovvero come replica degli indici. Il fondo MIT viene “accusato” nel 1949 da Fortune Magazine¹⁰ di replicare l'indice Dow Jones¹¹ e quindi non offrire una gestione effettiva dei risparmi dei piccoli investitori. dal 1940 i fondi comuni aperti si affermano negli Stati Uniti con l'approvazione dell'Investment Company Act. Ma fino al 1960 il mercato dei fondi comuni resta di dimensioni limitate. Il grande sviluppo dell'industria del risparmio gestito è storia degli ultimi quarant'anni, con tassi di crescita del 16% all'anno sia negli Stati Uniti che a livello globale. Complessivamente l'industria dei fondi comuni è diventata molto più

⁹ <https://www.centroeinaudi.it/lettera-economica/articoli-lettera-economica/ricerche/4538-breve-storia-dei-fondi-comuni-ii.html>

¹⁰ Giornale americano

¹¹ Indice di borsa americano

propensa al rischio rispetto alla fase pionieristica ed oggi la gran parte dei gestori americani cerca di ottenere rendimenti rischiando molto più di quanto faccia un ETF¹² che replichi l'indice S&P 500. Riguardo al nostro Paese. I fondi comuni di investimento, appartenenti alla categoria della gestione collettiva del risparmio, introdotti nell'ordinamento giuridico italiano per effetto della legge 23 marzo 1983, n. 77, costituiscono una forma di investimento finanziario che ha conosciuto, in più di vent'anni di funzionamento, una vigorosa espansione dimensionale ed un notevole ampliamento tipologico, collegati sia alla fantasia operativa dei gestori di questi strumenti finanziari, sia all'effetto di interventi normativi successivi e comunque a beneficio delle esigenze dei più differenziati gruppi di risparmiatori. Essi hanno portato a due conseguenze: la prima è che hanno consentito l'investimento indiretto, anche di somme relativamente piccole, in mercati internazionali. L'altra conseguenza è che per l'aumento della varietà dell'offerta di questo strumento finanziario ha reso più difficile, per il risparmiatore medio, il compimento corretto di scelte in fondi comuni, cioè di decisioni coerente con la sua situazione personale e familiare, in termini di ricchezza disponibile, orizzonte temporale e profilo di rischio e rendimento.

¹² Exchange Traded Fund cioè fondi a gestione passiva e costi contenuti

L'organizzazione ed amministrazione di un fondo¹³ è affidato alle società di gestione del risparmio (SGR), esse godono nel nostro ordinamento di una riserva di attività. Esse possono prestare servizio di gestione su base individuale di portafoglio di investimenti per conto terzi; istituire e gestire fondi pensione, svolgere le attività connesse e strumentali stabilite dalla Banca d'Italia¹⁴, sentita la Consob¹⁵; prestare il servizio accessorio di custodia e amministrazione di strumenti finanziari limitatamente alle quote di OICR di propria istituzione; prestare il servizio accessorio di consulenza in materia di investimenti finanziari. Per quanto riguarda l'operatività delle stesse è soggetta al rilascio di un'autorizzazione da parte della Banca d'Italia, sentita la Consob. Questa autorizzazione viene ottenuta al ricorrere delle seguenti condizioni: sia adottata la forma di società per azioni; sede legale e direzione generale della società siano situate nel territorio italiano; capitale sociale non inferiore a quanto determinato; i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo abbiano requisiti di professionalità, indipendenza e

¹³ Domenichelli Oscar, "Funzionamento, scelta e gestione dei fondi comuni di investimento", Giappichelli editore, Torino 2007, pagg 21-60

¹⁴ Banca centrale italiana, che fino a poco tempo fa si occupava di stampare moneta

¹⁵ Organo di vigilanza dei mercati finanziari in Italia

onorabilità stabiliti; la struttura del gruppo di cui è parte la società non sia tale da pregiudicare l'effettivo esercizio della vigilanza sulla società stessa; vengano presentati, assieme all'atto costitutivo e statuto, un programma concernente l'attività iniziale e una relazione sulla struttura organizzativa; la denominazione sociale contenga le parole "società di gestione del risparmio".

Per quanto riguarda il patrimonio dei fondi comuni di investimento, esso può essere investito nei seguenti beni: strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato; strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato; depositi bancari di denaro; beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari; crediti e titoli rappresentativi di crediti, altri beni per il quale esiste un mercato e che abbiano un valore.

Tuttavia, è possibile classificare i fondi in base a dei criteri. Il primo è la differenza tra fondi aperti e chiusi. Con i primi che hanno limiti più stringenti, poiché il partecipante può richiedere in qualsiasi momento il rimborso delle quote e pertanto va garantita la liquidità dell'investimento: tale garanzia è effettiva solo se il fondo aperto investe in attività liquide o facilmente liquidabili. Altra distinzione sono i fondi immobiliari, il cui patrimonio è investito in beni immobili, diritti reali immobiliari e

partecipazioni in società immobiliari. Possiamo indentificare anche i fondi aperti o chiusi riservati, dove la partecipazione è destinata a investitori qualificati, dove per qualificati viene identificati investitori che siano imprese di investimento, banche, SGR, agenti di cambio, Sicav, fondi pensione.

I fondi speculativi¹⁶ rappresentano un ulteriore forma di investimento collettivo ed una specie del tutto particolare, a caratura altamente speculativa. Altra categoria è quella dei fondi garantiti, in cui il rischio di investimento è minimo. Possiamo trovare anche distinzioni in base al contenuto del portafoglio, troviamo i fondi di liquidità che investono in obbligazioni a breve termine e liquidità, obbligazionari in cui il portafoglio è investito prevalentemente in titoli obbligazionari, i fondi azionari che impiegano le risorse raccolte principalmente in azioni, i fondi bilanciati in cui la componente azionaria è sempre presente ma variabile, infine i fondi flessibili in cui è indifferente investire in azioni o obbligazioni. Un'altra articolazione dei fondi è quella che si riferisce al grado di attivismo della gestione, per cui si possono avere fondi a gestione passiva e fondi a gestione attiva. La gestione passiva ipotizza l'efficienza dei mercati e quindi il compito del gestore è quello di

¹⁶ Parleremo nel dettaglio di essi nel prossimo paragrafo

comporre un portafoglio il cui valore segua sostanzialmente quello dell'indice preso a riferimento, cioè il benchmark. La gestione attiva implica che in ogni momento vi possono essere titoli il cui valore di mercato diverge, in maniera più o meno rilevante, dal valore intrinseco e perciò dal valore che essi dovrebbero assumere se tutti gli investitori possedessero le stesse informazioni e traessero le medesime conseguenze per quanto riguarda la determinazione dei corretti prezzi di mercato. Ulteriore distinzione è quella relativa alla specificità dell'investimento delle risorse raccolte. I fondi settoriali che investono titoli appartenenti ad un determinato settore. I fondi etici che impiegano il denaro in titoli di società che mostrano un'attenzione nei confronti degli effetti sociali delle loro attività. Infine appartengono a fondi residuali diversi fondi. Tra questi i fondi a capitale protetto che ha come obiettivo la protezione del valore affidato. I fondi a capitale garantito che fornisce la garanzia ad ogni sottoscrittore di una determinata percentuale delle somme versate. I fondi dedicati che replicano perfettamente altri fondi esistenti, i fondi di fondi che investono in quote di OICR ed infine gli ultimi fondi appartenenti alla categoria dei residuali, troviamo gli umbrella funds, essi costituiscono un unico patrimonio suddiviso in diversi sottogruppi,

ognuno dei quali dedicato all'investimento in un determinato settore o attività.

Detto tutto ciò, la domanda è, perché conviene investire in questa tipologia di prodotti finanziari?

Poiché essi ci permettono di diversificare l'investimento, renderlo flessibile, liquidità per il partecipante, per i servizi offerti ed infine per la gestione professionale del risparmio. Analizzandoli nel dettaglio.

La diversificazione consiste nel ridurre il rischio complessivo di portafoglio mediante un'opportuna combinazione dei titoli che lo costituiscono. Infatti essa permette di abbassare il rischio di un portafoglio al di sotto della media ponderata del rischio dei singoli strumenti finanziari che lo compongono. La flessibilità dell'investimento riguarda le due diverse modalità di entrata in un fondo comune. Un risparmiatore può preferire l'investimento di una certa ricchezza immediatamente, cioè in "unica soluzione" oppure prediligere una serie di versamenti più contenuti e gradualmente delle proprie risorse, cioè i "piani di accumulo". Per flessibilità si intende anche la facoltà di passare facilmente ed economicamente a differenti tipologie di fondo. La liquidità per il partecipante, in particolare dei fondi comuni aperti, garantiscono in breve tempo il rimborso della quota sottoscritta su richiesta del

risparmiatore. Per quanto riguarda i servizi poiché offrono un'ampia gamma di essi. Infine l'elemento della gestione professionale del risparmio, queste attività vengono svolte da soggetti competenti che operano nel rigoroso rispetto dei fondamentali obiettivi e delle principali politiche di investimento del fondo medesimo. Accanto ai punti di forza, troviamo anche punti di debolezza. Tra questi la spersonalizzazione del rapporto, cioè che la gestione del fondo comune avviene in monte e nell'interesse complessivo della pluralità dei risparmiatori partecipanti e pertanto la relazione tra il soggetto che amministra il fondo ed il singolo partecipante è assolutamente formale e priva di elementi personalistici. Altro punto di debolezza, è lo scarso controllo sulla gestione da parte dell'investitore, conseguenza del punto di debolezza precedente, infatti proprio perché il risparmiatore non può impartire specifici ordini o influenzare specifiche decisioni del fondo, ma limitarsi ad aderire a esso o uscire. La limitazione della tipologia di attività nelle quali il fondo investe è un altro svantaggio che deriva dalle caratteristiche giuridiche e dalla natura del fondo. Ultimo elemento di debolezza, si identifica con i costi del fondo e possono essere divisi in due categorie principali: i costi di intermediazione e altre spese del fondo. Tra i primi quelli relativi ai

brokers¹⁷ e ai market makers¹⁸. Altre spese riguardano le commissioni di gestione, le commissioni di incentivo nel caso in cui la performance del fondo sia particolarmente positiva, le commissioni percepite dalla banca depositaria, oneri vari tra quali spese di pubblicazione valore quote nei quotidiani e spese di revisione dei fondi o oneri fiscali e spese legali, commissioni di sottoscrizione e di rimborso quote, spese di switch tra fondi, annual fees/expenses che sono spese su base annuale che possono includere le spese di tenuta conto, miscellaneous fees applicate a particolari tipi di transazioni o piani di investimento.

1.1 Costi per ogni tipo di fondo

¹⁷ Intermediari che permettono di concludere un'acquisizione o cessazione di strumenti finanziari

¹⁸ Permettono di rendere liquido un titolo con poco mercato e il loro guadagno è dato dal bid-ask spread

I costi rappresentativi dei fondi europei distinti per strategie attive e passive

Tipologia di fondi	Attivi/Passivi	Commissione di gestione	Spese correnti	Costi di transazione	Commissioni di incentivo	Costo rappresentativo ex costi di transazione	Costo rappresentativo inc. costi di transazione
	Attivi	1,32	1,65	0,35	0,17	1,72	1,90
Azionari	Passivi	0,35	0,39	0,08	0,00	0,39	0,42
	Attivi	0,74	0,91	0,30	0,13	0,92	1,09
Obbligazionari	Passivi	0,21	0,22	0,07	0,00	0,22	0,27
	Attivi	1,13	1,56	0,27	0,19	1,58	1,83
Bilanciati	Passivi	0,42	0,56	0,05	0,00	0,60	0,53
Alternativi	Attivi	1,02	1,48	0,52	0,38	1,73	2,21

Fonte: Morningstar Direct. Dati in % al 28 febbraio 2019.

Fonte: <https://giuseppecioce.com/le-commissioni-sui-fondi-la-parcella-che-non-si-vede/>

1.2: Hedge funds: caratteristiche e modalità di investimento

Hedge funds¹⁹ o semplicemente fondi speculativi²⁰, rappresentano una forma di investimento collettivo ed una specie del tutto particolare di fondo comune di investimento. Si tratta di fondi il cui patrimonio è investito in beni anche diversi da quelli in cui non può essere impiegato un fondo ordinario e in deroga, alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio, stabilite dalla Banca d'Italia sentita la Consob. Ciò nonostante, il regolamento del fondo deve menzionare la rischiosità dell'investimento e i beni oggetto dell'investimento e le modalità di partecipazione con riferimento all'adesione dei partecipanti e al rimborso delle quote. Essi rappresentano una categoria di fondi altamente speculativi e rischiosi. Tali fondi possono essere istituiti o gestiti solo da SGR²¹ che abbiano come oggetto esclusivo l'istituzione o la gestione di fondi speculativi. Dal lato di chi aderisce al fondo è richiesta una somma minima per parteciparvi cioè cinquecento mila euro. Con si può quindi definire, che si tratta di un fondo a cui non può accedere qualunque risparmiatore. Infatti, i maggiori sottoscrittori di

¹⁹ Hedge funds e fondo speculativo equivale alla stessa cosa, qualche differenza in termini normativi poiché hedge funds li ricollegiamo al diritto americano e fondi speculativi a quello italiano

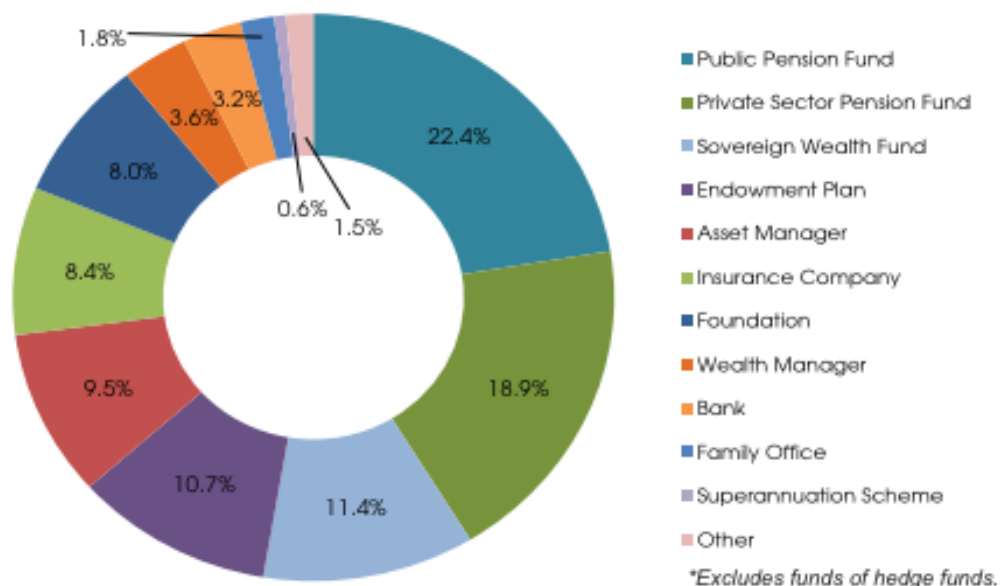
²⁰ Domenichelli Oscar, "Funzionamento, scelta e gestione dei fondi comuni di investimento", Giappichelli editore, Torino 2007, pagg 44-46

²¹ Esse come già elencato possono svolgere più attività

hedge funds²² sono²³: fondi pensione, fondi di dotazione delle università private americane, compagnie di assicurazione, alcune banche, imprese di intermediazione, gli stessi fondi comuni e i fondi dei fondi.

1.2 Categorie di investitori in hedge funds

Fig. 7.22: Breakdown of Institutional Investor Capital Invested in Hedge Funds by Investor Type*



Source: Preqin Hedge Fund Investor Profiles

Fonte: <https://ftalphaville.ft.com/2014/09/17/1974492/the-obscene-cost-of-hedge-funds/>

Importante elemento da considerare riguarda poi il forte peso delle commissioni, quando le si confronta con i fondi tradizionali, soprattutto per quanto attiene alle

²² Domenichelli Oscar, “Funzionamento, scelta e gestione dei fondi comuni di investimento”, Giappichelli editore, Torino 2007, pagg 72-77

²³ L'autore del libro Domenichelli, considera in questo caso gli hedge funds americani

commissioni di incentivo. Ciò però costituisce anche un vigoroso stimolo per il gestore in quanto i suoi guadagni variano al variare dei profitti. Ricordiamo la libertà decisionale attribuita al soggetto gestore, il quale può investire in deroga alle limitazioni previste per gli altri fondi comuni, ma è comunque soggetto a quanto stabilito dal regolamento del fondo e dai documenti informativi dell'offerta delle quote dell'hedge funds. Un'altra caratteristica distintiva, è quella che vede spesso la partecipazione diretta del gestore del fondo con i propri capitali. Quindi, si può intuire che la partecipazione diretta più la commissione di incentivo costituiscono fattori di garanzia di impegno per un ottimo risultato, a vantaggio dei sottoscrittori di quote del fondo. Ulteriore elemento è rappresentato dalla relativa illiquidità delle quote sottoscritte che, non possono essere rimborsate per un periodo più o meno lungo. Le motivazioni alla base di questo vincolo temporale sono: allontanare gli investitori con orizzonti temporali di guadagno di brevissimo termine e favorire così la realizzazione di obiettivi gestionali di medio-lungo periodo, ridurre i problemi amministrativi connessi ad entrate ed uscite frequenti, evitare in caso di risultati negativi considerevoli e contemporanee richieste di rimborso che potrebbero causare ulteriori danni patrimoniali. Ulteriore aspetto riguardante i costi superiori rispetto a un normale fondo, sono dovuti al fatto che gli hedge funds, forniscono una serie di servizi connessi a quello di principale amministrazione delle risorse raccolte, come quelli di consulenza e di

marketing, a cui corrisponde un forte aumento dei costi strutturali che deprimono i risultati del fondo. Con il seguente grafico ci si vuole focalizzare a livello macro su come vengono distribuiti, invece i profitti.

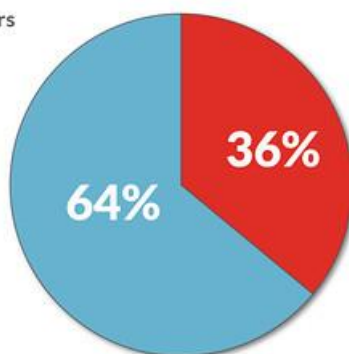
1.3 Distribuzione dei profitti

Who keeps the profits?

Relative shares of gross profits of hedge fund industry*

■ Share kept by hedge fund managers

■ Share kept by investors



*Based on study of nearly 6,000 hedge funds from 1995 through 2016

Source: Itzhak Ben-David, Justin Birru, Andrea Rossi

Fonte: <https://www.marketwatch.com/story/hedge-fund-fees-whether-or-not-you-make-money-are-truly-shocking-2020-08-21>

Riguardo le politiche di investimento, il discorso è ampio e per questo andrebbe analizzato ogni modalità, punto per punto. La prima è la strategia di “arbitraggio sui titoli a reddito fisso”, essa prevede assunzioni di posizioni lunghe e corte in titoli a reddito fisso collegati e nei rispettivi strumenti finanziari derivati il cui

valore è storicamente correlato, ma per i quali arbitraggisti credono che il rapporto sia temporaneamente alterato o cambierà presto. Le politiche “azionarie market neutral”, consiste nel selezionare i titoli che si ritengono sottovalutati e che quindi si prevede realizzeranno una performance superiore a quella del mercato vengono tenuti a “lungo”, mentre quelli che sono reputati come sopravvalutati e che perciò si prevede realizzeranno un risultato inferiore a quello del mercato vengono venduti allo scoperto²⁴. L’ “arbitraggio sui titoli convertibili” si fonda invece sulla costruzione di portafogli con posizioni lunghe in titoli obbligazionari convertibili e sulla copertura di tali posizioni mediante la vendita allo scoperto del titolo azionario sottostante a ciascun titolo obbligazionario. Di norma il prezzo del titolo convertibile diminuisce meno rapidamente del prezzo del titolo sottostante in un mercato azionario bearish e riflette con maggiore precisione il prezzo del titolo azionario in un mercato azionario bullish. Gli esperti realizzano profitti comprando l’obbligazione convertibile e vendendo allo scoperto il titolo sottostante. La tecnica di “arbitraggio del rischio di fusione” consiste nell’investire in società in corso di acquisizione o coinvolte in una fusione. Di norma vengono comprate le azioni ordinarie di una società in corso di acquisizione o di fusione con un’altra società e vengono vendute allo scoperto le azioni ordinarie della società acquirente. Altra strategia è “l’investimento in società in difficoltà”, cioè

²⁴ Mantenere una posizione short, cioè scommettere sul ribasso del titolo

in società che versano in una situazione di crisi economico - finanziaria che richiede una ristrutturazione aziendale. Il prezzo dei titoli di queste società subisce di solito una riduzione anche in relazione al fatto che molti investitori debbono, per legge o per prassi, smobilizzare gli investimenti detenuti in titoli di società in difficoltà. Lo specialista, ottiene i profitti quando riesce a prevedere correttamente il valore che i titoli delle società in difficoltà raggiungeranno dopo la ristrutturazione. La politica “event driven”, si concentra sui risultati di eventi significativi che interessano il ciclo di vita delle imprese, quali fallimenti, ristrutturazioni finanziarie, fusioni, acquisizioni e scorpori. Il buon esito è legato alla capacità del gestore di prevedere bene gli esiti dei cambiamenti che si stanno verificando. La strategia degli “investimenti macro” realizza profitti mediante l’identificazione di differenze estreme tra prezzo e valore dei titoli e le tendenze persistenti dei mercati azionari, tassi di interesse, cambi e commodities. Gli hedge funds di “settore” si specializzano su un gruppo di società o in un segmento con un prodotto o un mercato comune. Gli specialisti di “hedge azionario” effettuano una combinazione di investimenti primari lunghi con vendite allo scoperto di titoli azionari o opzioni su indici azionari. I portafogli così costituiti possono avere posizioni lunghe nette, bilancianti o corte nette, in funzione delle condizioni di mercato. L’obiettivo è quello di aumentare l’esposizione alle posizioni lunghe nei mercati rialzisti e diminuirla o assumere posizioni corte nette nei mercati

ribassisti. La politica azionaria nonhedge rappresenta una variante di quella azionaria hedge. La differenza tra le due strategie è che la nonhedge si basa sulle posizioni lunghe, pertanto, anche se i fondi nonhedge possono riservarsi il diritto di vendere allo scoperto, tali vendite non sono una componente costante dei loro portafogli e molti non assumono affatto posizioni corte. I fondi speculativi specialisti su “mercati emergenti” investono fondamentalmente a lungo in titoli di società di paesi con mercati finanziari che sono in via di sviluppo o emergenti. L’ultima strategia è quella delle “vendite allo scoperto”. Nelle vendite allo scoperto, si registra un utile quando il prezzo di vendita è superiore a quello di riacquisto dei titoli venduti allo scoperto. Il venditore allo scoperto, che non possiede i titoli alienati, li prende a prestito da un terzo soggetto per consegnarli al compratore. Alla fine dell’operazione, il venditore allo scoperto riacquista i titoli sul mercato per restituirli al terzo che glieli ha prestati. Otterrà un profitto se riesce a riacquistare i titoli ad un prezzo inferiore a quello di vendita. Viceversa, in caso di prezzo di riacquisto superiore a quello di vendita, subisce una perdita.

1.3: Regolamentazione e distribuzione in Europa

Fino ad ora, il focus era riguardo i fondi comuni di investimento e poi nello specifico i fondi speculativi, prettamente riguardo il contesto italiano e un po', anche con un occhio riguardo a quello americano. In questo paragrafo, si vedrà come argomento, gli hedge funds, come sono regolamentati e come sono distribuiti in Europa. La crescita²⁵ dell'utilizzo degli hedge fund sia negli USA che in Europa ha portato a maggiori tentativi di regolamentazione del mercato. Gli autori dell'articolo²⁶, forniscono una guida al modo in cui è probabile che le normative vengano imposte. Le autorità di regolamentazione, in alcuni casi, rispondendo alle pressioni degli investitori, stanno rivedendo i quadri normativi nazionali che si applicano ai gestori di hedge fund, ai prodotti di hedge fund e alla distribuzione di hedge fund. L'industria europea degli hedge fund è cresciuta rapidamente fino a superare gli 84 miliardi di dollari di asset, ma questo rappresenta solo il 15% circa del totale globale degli hedge fund, Stati Uniti nettamente più predominanti. Certamente parte del predominio statunitense del

²⁵ <https://www-emerald-com.ezproxy.cad.univpm.it/insight/content/doi/10.1108/09657960310698696/full/html>

²⁶ Graham Philipps e Jerry dawson, "The regulation and distribution of hedge funds in Europe – changes and challenges", 2003

settore degli hedge fund è attribuibile a un contesto normativo stabile, ma flessibile, che favorisce la gestione e la distribuzione di hedge fund e alle economie di scala che ne derivano. Al contrario, in Europa, un'area che comprende molti paesi e con un prodotto interno lordo di circa l'85% degli Stati Uniti, le decisioni vengono prese a livello nazionale, con un coordinamento limitato tra le autorità nazionali di regolamentazione e differenze significative nel regime, in ogni paese. Discorso sulla distribuzione, le barriere sono significative, tra cui: differenze culturali come l'atteggiamento verso il risparmio; disparità fiscali; differenze nell'interpretazione delle norme comuni dell'UE²⁷ da parte dei regolatori nazionali; e le disparità nella legislazione nazionale sulla protezione dei consumatori. La commercializzazione degli hedge fund, in particolare, pone delle sfide poiché le autorità di regolamentazione nazionali lottano per comprendere la complessità del prodotto e la loro percezione che sia intrinsecamente più rischioso dell'investimento in un fondo comune. Si conclude che l'ambiente normativo europeo è complesso e, sebbene stia cambiando rapidamente, i regolatori nazionali (e le autorità fiscali) adottano spesso approcci diversi al cambiamento. Per qualsiasi gestore di hedge fund che desideri promuovere fondi in Europa, la comprensione della complessità dell'ambiente europeo è fondamentale e la conoscenza delle normative in un paese è raramente sufficiente. Gli autori si

²⁷ Unione Europea

soffermano su tre livelli, che riguardano il regolamento dei gestori di hedge fund europei, regolazione dei prodotti di hedge fund ed infine la distribuzione di prodotti di hedge fund. Andando ad analizzarli nello specifico tutti e tre gli argomenti. Iniziando dal regolamento dei gestori di hedge fund. Nella maggior parte dei paesi europei, i gestori di fondi sono generalmente autorizzati a gestire prodotti di hedge fund e sia i gestori di fondi hedge che quelli convenzionali operano secondo lo stesso regime normativo. I requisiti patrimoniali minimi variano da paese a paese. In alcuni paesi, i gestori possono gestire prodotti di hedge fund domiciliati offshore; in altri paesi i gestori sono limitati a gestire esclusivamente prodotti di hedge fund domiciliati nel paese origine. Quasi il 70% degli hedge fund europei sono gestiti da Londra, nonostante il fatto che né chi gestisce hedge fund né i fondi hedge fund siano domiciliati nel Regno Unito. Il predominio di Londra nella gestione degli hedge fund riflette il suo ruolo nel settore dell'asset management in generale, è anche dovuto al regime normativo relativamente leggero applicato dalla FSA²⁸. Andando a vedere il regolamento riguardo ai prodotti di hedge fund. La maggior parte degli hedge fund è domiciliata "offshore" nelle giurisdizioni dei Caraibi, delle Bermuda e dei centri offshore europei (in particolare Guernsey). In generale, la regolamentazione degli hedge fund offshore è più leggera: di solito non sono richiesti importi minimi di

²⁸ The Financial Services Authority, la Consob inglese

investimento, quindi i fondi sono aperti a tutti gli investitori, fatte salve le regole del paese in cui il prodotto viene effettivamente venduto. Tuttavia, i centri offshore stanno rafforzando i loro regimi, principalmente per conformarsi ai controlli antiriciclaggio e per garantire che siano in grado di competere con la domanda futura prevista di fondi domiciliati in Europa. I prodotti di hedge fund domiciliati in Europa si stanno espandendo. Gli hedge fund domiciliati in Europa sono regolamentati più rigorosamente rispetto ai prodotti di hedge fund domiciliati offshore, con restrizioni quali importi minimi di sottoscrizione, dimensioni minime dei fondi e restrizioni agli investimenti di portafoglio. Infine per quanto riguarda la distribuzione dei prodotti di hedge fund. Gli hedge fund sono stati generalmente distribuiti tramite canali privati a istituzioni e individui con un patrimonio netto elevato, sebbene alcuni paesi abbiano leggi fiscali restrittive che impediscono efficacemente agli individui di investire in fondi offshore. Gli investitori in paesi in cui l'investimento diretto in hedge fund è limitato hanno cercato di investire tramite strumenti emessi da banche e compagnie assicurative (con performance legate a quelle dell'hedge fund sottostante). Gli hedge fund domiciliati a livello nazionale hanno consentito agli investitori che non soddisfano i tradizionali criteri di patrimonio minimo, di investire in hedge fund²⁹, sebbene le soglie minime di investimento differiscano ampiamente nei paesi in cui tali

²⁹ Si ricorda Londra, in cui le regole sono meno stringenti

prodotti sono offerti. Non tutti gli hedge fund desiderano offrire i propri fondi a investitori più piccoli poiché si ritiene che i costi amministrativi aggiuntivi superino i vantaggi delle attività aggiuntive in gestione.

1.4: Migliori hedge funds nel mondo

Secondo starting finance³⁰, il 2019³¹ è stato un anno da record, non solo per il mercato azionario ma anche per quello degli Hedge Fund detti in italiano fondi speculativi. A mostrarlo è stata la classifica annuale stilata da LCH Investments dove il settore degli Hedge ha registrato un utile complessivo per i suoi clienti pari a 178 miliardi di dollari ed un patrimonio totale di gestione che supera i 3 trilioni di dollari. Dopo esserci addentrati nella definizione di fondo comune e nel particolare gli hedge funds e di come essi sono regolamentati e distribuiti nel vecchio continente, adesso ci soffermeremo su quali sono i fondi che rendono meglio, andando ad analizzare il fondo, il gestore e gli investimenti di esso. Naturalmente quelli che analizzeremo nella maggior parte saranno fondi esteri, dato il loro peso in questo settore. Tornando all'articolo online, redatto dalla community finanziaria, La prima società globale in questo campo è il fondo londinese Tci Fund Management (The Children's Investments Fund) fondato nel 2003 dall'attuale presidente in carica, Chris Hohn, registra ben 8,4 miliardi di dollari di profitti annui ed un rendimento annuo per i suoi clienti pari al 41%. Andando a consultare il sito del fondo, risulta questa descrizione riguardo alla sua

³⁰ Sito web di giovani ragazzi con lo scopo di narrare eventi e fatti inerenti sulla finanza

³¹ <https://www.startingfinance.com/news/hedge-fund-2019-record/>

attività: “TCI è un investitore fondamentale orientato al valore che investe a livello globale in aziende solide con vantaggi competitivi sostenibili. Utilizzando un approccio di private equity, TCI conduce una ricerca fondamentale approfondita, si impegna in modo costruttivo con il management e adotta un orizzonte di investimento a lungo termine. TCI è un investitore opportunista che investe di volta in volta in trasformazioni aziendali e situazioni speciali. TCI guiderà i risultati utilizzando l'attivismo quando appropriato. Il TCI Master Fund è altamente concentrato per massimizzare l'alfa.” Inoltre risulta che esso tramite TCI Real Estate è competitiva anche nel campo immobiliare. TCI possiede nel portafoglio il 10% di Atlantia³², per quanto riguarda l'estero, ha partecipazioni nel “Time Warner Cable”³³. Riguardo il suo fondatore, Chris Hohn³⁴, inglese, laureato ad Harvard, con un attuale patrimonio di 5 miliardi, oltre a essere un ottimo gestore, esso è anche un filantropo, ultima nota donazione, è quella riguardante la causa del Covid 19³⁵. Al secondo posto si trova invece USA Lone Pine con 7,3 miliardi di dollari. Lone Pine Capital³⁶ ha sede a Greenwich³⁷ ed è gestita da

³² Società che gestisce “Autostrade per l'Italia”

³³ Colosso dei media

³⁴ <https://www.forbes.com/profile/christopher-hohn/?sh=1608dfc345c9>

³⁵ Pandemia globale, nata in Cina

³⁶ <https://whalewisdom.com/filer/lone-pine-capital-llc>

³⁷ Si trova in Inghilterra

Stephen Mandel. Contiene attività per un valore di 23 miliardi con le 10 maggior azioni che rappresentano più del 50% del portafoglio del fondo. La più grande partecipazione di Lone Pine Capital è Shopify³⁸ Inc con azioni detenute di 1.722.548. Il suo gestore Stephen³⁹ Mandel, americano, residente in Inghilterra, anch'esso laureato a Harvard e filantropo, sposato con tre figli, esso possiede un patrimonio di circa 2,8 miliardi di dollari. Al terzo posto secondo Starting Finance, troviamo USA Renaissance Technologies con 5,6 miliardi. Renaissance Technologies⁴⁰ ha sede a New York ed è gestita da James Simons. Renaissance Technologies, è un hedge fund con 18 clienti e asset under management discrezionali (AUM) di \$ 165.968.863.264. Dal sito internet del fondo⁴¹, risulta questa descrizione: “Renaissance Technologies è una società di gestione degli investimenti quantitativa operante sui mercati finanziari globali, dedita a produrre rendimenti eccezionali per i propri investitori aderendo rigorosamente a metodi matematici e statistici”. Riguardo ai propri titoli in portafoglio, con una concentrazione delle prime 10 partecipazioni del 15,09%. La più grande

³⁸ E-commerce canadese

³⁹ <https://www.forbes.com/profile/stephen-mandel-jr/?sh=2665ffd751b7>

⁴⁰ <https://whalewisdom.com/filer/renaissance-technologies-llc>

⁴¹ <https://www.rentec.com/Home.action?index=true>

partecipazione di Renaissance Technologies è Zoom⁴² Video Communications Inc. Riguardo a James Simons⁴³, è un matematico americano, gestore di hedge fund miliardario e filantropo. Simons è descritto come il "più grande investitore di Wall Street". Come riportato da Forbes, il suo patrimonio netto è stimato in 23,5 miliardi di dollari, il che lo rende la 24esima persona più ricca degli Stati Uniti. Simons ha fondato la Fondazione Simons con sua moglie per sostenere le ricerche in matematica e scienze fondamentali. È uno dei maggiori donatori dell'Università della California, Berkeley. Non citati, nel sito di finanza, ma non possono non essere citati, sono ulteriori fondi. Tra questi il fondo Bridgewater di Ray Dalio. Dalio è nato a New York City⁴⁴ e ha frequentato il C.W. Post College della Long Island University prima di ricevere un MBA alla Harvard Business School nel 1973. Due anni dopo, nel suo appartamento, Dalio ha lanciato Bridgewater. Nel 2013, Bridgewater è stato elencato come il più grande hedge fund del mondo. Nel 2020 Bloomberg lo ha classificato come la 79esima persona più ricca del mondo. Ricollegandosi a questo titolo conferito nel 2020 è interessante notare come esso avrebbe speculato al ribasso tramite derivati già da parecchi mesi prima la

⁴² App per riunioni da remoto, molto usato durante i lock-down del primo semestre 2020, con un boom nei mercati azionari

⁴³ [https://en.wikipedia.org/wiki/Jim_Simons_\(mathematician\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Jim_Simons_(mathematician))

⁴⁴ https://en.wikipedia.org/wiki/Ray_Dalio

pandemia, sulle principali piazze borsistiche. Però è un argomento che ancora non c'è materiale abbondante per addentrarci, quindi lascia il tempo che trova. Anch'esso è un noto filantropo, al pari dei vari Bill Gates⁴⁵. Bridgewater Associates è stato uno degli hedge fund di maggior successo al mondo, offrendo guadagni annuali medi del 10,4% dal 1991 e facendo di Dalio⁴⁶ una delle 50⁴⁷ persone più ricche al mondo con un patrimonio netto di \$ 16,9 miliardi secondo Forbes. Tra le partecipazioni più importanti del fondo ricordiamo⁴⁸ Mc'donalds⁴⁹, Pepsico⁵⁰. Altro fondo di identità americana, che merita una citazione dato l'insieme di interessi che esso ha nella nostra nazione è l'hedge funds Elliot Management, fondato da Paul Singer, nel 1977 a New York. Sin dalla sua fondazione⁵¹, Elliott ha generato per i suoi investitori un rendimento annuale composto netto del 13,2%, rispetto all'11,4% dell'indice azionario S&P 500 e ha oltre 34 miliardi di dollari di asset in gestione. Elliott è stato ampiamente descritto da varie testate giornalistiche internazionali (quali The Independent, The

⁴⁵ Fondatore di Microsoft

⁴⁶ <https://finance.yahoo.com/news/top-10-stocks-billionaire-ray-025158878.html>

⁴⁷ Prima del 2020

⁴⁸ <https://www.insidermonkey.com/blog/top-5-stocks-billionaire-ray-dalio-just-bought-890226/>

⁴⁹ Catena fast-food americana

⁵⁰ Holding che controlla brand di bevande gassate

⁵¹ https://it.wikipedia.org/wiki/Elliott_Management_Corporation

Guardian, The Washington Post) come un fondo avvoltoio, per via dei suoi investimenti nelle società in sofferenza. Paul Singer ha fondato Elliott Associates nel gennaio del 1977, partendo da 1,3 milioni di dollari raccolti da amici e parenti. Chiamata "Elliott" dal secondo nome di Singer, nei primi anni la società si è concentrata sull'arbitraggio. Dopo il crollo della Borsa del 1987 e la recessione degli anni novanta, l'azienda si è trasformata in un hedge fund, che utilizza un approccio di trading multi-strategia. Elliott è noto per i suoi rendimenti relativamente elevati e a bassa volatilità. Il New York Times ha definito Paul Singer "uno dei più ammirati" gestori di hedge fund di Wall Street, in quanto i rendimenti di Elliott hanno generalmente superato la crescita annuale dello S&P 500. Riguardo gli investimenti di esso, hanno riguardato diversi debiti di Paesi in default. Vediamo ora quali sono gli interessi del fondo in Italia. Nell'aprile 2017 Elliott ha prestato 303 milioni all'imprenditore cinese Li Yonghong per completare l'acquisizione del Milan da Fininvest⁵². Il 10 luglio 2018, Elliott comunica di aver assunto il controllo del club rossonero a seguito dell'inadempimento delle obbligazioni verso il fondo d'investimento statunitense da parte di Li Yonghong. Nel marzo 2018, Elliott interviene in Telecom Italia, società controllata dal gruppo francese Vivendi (a sua volta posseduta da Vincent Bolloré), esibendo inizialmente una quota inferiore al 3% e poi rilevando una

⁵² Holding di Silvio Berlusconi controllante prima del Milan e tut'ora della Mediaset

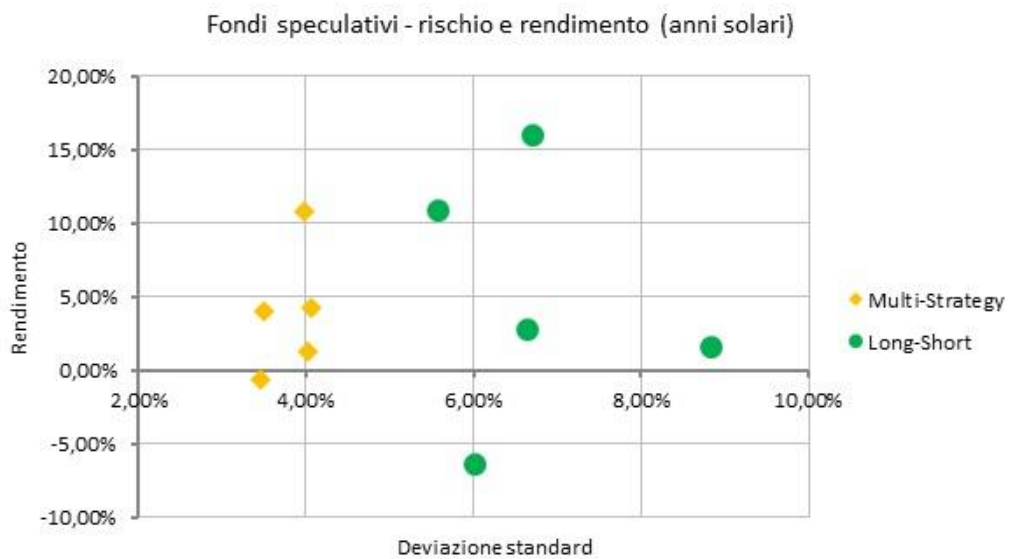
quota approssimativamente del 9% delle azioni della società. Nell'ottobre 2018, Elliott rileva, attraverso un aumento di capitale di 65 milioni di euro, l'81% di Credito Fondiario, l'istituto che gestisce circa 45 miliardi di crediti deteriorati. Riguardo agli hedge funds italiani, non risulta esserci molto materiale, forse dato dal mercato di esso rispetto a quello americano, ma soprattutto la differenza principale sta nel grado di penetrazione della finanza nella nostra cultura rispetto a quella dei paesi anglosassoni. Tra questi possiamo elencare Azimut Capital Management, Albertini Syz Long Short Equity, Kairos Opportunity Found I e Generali Directional. Interessante però un articolo preso dal sito Finanza Dati Analisi⁵³, che riporta che l'andamento dei NAV⁵⁴ degli ultimi anni mette in evidenza come la traduzione italiana "hedge" in "speculativi" non sia particolarmente pertinente riferita a strumenti che spesso non si pongono l'obiettivo di ottenere risultati particolarmente elevati, ma soprattutto di ottenerli in maniera continuativa e decorrelata con le asset class tradizionali. Il rendimento medio di tutti i fondi speculativi italiani, infatti, è stato in 5 anni (ultimi dati disponibili al 14/07/2018) vicino al 20% che, a capitalizzazione composta, significa il 3,7% annuo. La volatilità annualizzata, calcolata sugli ultimi 5 anni, risulta piuttosto contenuta, intorno al 5%, Suddividendo poi i fondi rispetto alla

⁵³ <http://blog.fidaonline.com/i-rendimenti-degli-hedge-fund-italiani/>

⁵⁴ Net Asset Value, valore del portafoglio del fondo

loro politica di gestione, limitandosi alle due categorie significative, le strategie Long-Short mostrano una maggiore aggressività capaci di realizzare rendimenti di dimensione più elevata sia in positivo, che in negativo.

1.4 Differenza rischio e rendimento



Fonte: <http://blog.fidaonline.com/i-rendimenti-degli-hedge-fund-italiani/>

1.5: Billions

Billions⁵⁵ è una serie televisiva statunitense creata da Brian Koppelman, David Levien e Andrew Ross Sorkin, interpretata da Paul Giamatti e Damian Lewis⁵⁶, e ambientata a New York nel mondo dell'alta finanza. Negli Stati Uniti la serie va in onda dal 2016 su Showtime e conta attualmente cinque stagioni. In Italia è trasmessa da Sky Atlantic. Billions⁵⁷ segue la battaglia a suon di milioni di dollari tra il procuratore del Southern District di New York, Chuck Rhoades (Paul Giamatti), specializzato in crimini finanziari, e il magnate dei fondi speculativi Bobby 'Axe' Axelrod (Damian Lewis, Homeland). Potere legale e soldi si scontrano in questa serie dove i due uomini - l'uno, Rhoades, scaltro e ambizioso, ma soggiogato dalle influenze politiche e da un padre importante ed ingombrante, l'altro, Axelrod, brillante e ambizioso uomo d'affari che si muove come un funambolo al limite della legalità nella gestione della propria società finanziaria.

⁵⁵ <https://it.wikipedia.org/wiki/Billions>

⁵⁶ Paul Giamatti e Damian Lewis interpretano i protagonisti della serie

⁵⁷ [https://www.comingsoon.it/serietv/billions/1534/scheda/#:~:text=Lascia%20un%20commento-,TRAMA%20BILLIONS,\(Damian%20Lewis%2C%20Homeland\)](https://www.comingsoon.it/serietv/billions/1534/scheda/#:~:text=Lascia%20un%20commento-,TRAMA%20BILLIONS,(Damian%20Lewis%2C%20Homeland)).

Chuck è indeciso se aprire un caso su Axe, perché finora non ne ha mai perso uno e la scaltrezza dell'avversario lo spaventa come anche le varie implicazioni politiche di un caso così importante. Inoltre, altro piccolo dettaglio, la moglie di Chuck, Wendy (Maggie Siff), lavora per il nemico in qualità di coach motivazionale e il procuratore non vorrebbe incorrere nel conflitto di interessi né tantomeno mettere la moglie in una posizione scomoda. Il caso, però, non si può più rimandare e Chuck non può perdere. Così, il procuratore parte all'attacco con la sua squadra, composta da Bryan Connerty (Toby Leonard Moore), il braccio destro di Chuck, e la giovane e ambiziosa Kate Sacker (Condola Rashad), per cercare di cogliere in flagrante Axelroad, che però non rimane inerte e cerca di sfruttare ogni conoscenza e manipolare chiunque pur di sfuggire dalle grinfie di Chuck, supportato dalla moglie Lara (Malin Akerman) e dal suo socio più fidato Mike 'Wags' Warner (David Costabile). Riguardo la serie su di essa scrive Giorgio Viario⁵⁸: “ Arrivato in coda a due bei film sui guasti del sistema finanziario americano, Margin Call e La grande scommessa, Billions ci trattiene nel mondo del denaro virtuale e del commercio azionario usando due personaggi come catalizzatori dei conflitti morali: un uomo d'affari che manovra miliardi di dollari in fondi speculativi, e un procuratore distrettuale che vuole incastrarlo per insider

⁵⁸ <http://bestserial.bestmovie.it/Recensione/288/billions-la-recensione-della-prima-stagione>

trading⁵⁹”. Continua: “Bobby e Chuck combattono a tutto campo e oltre le regole, per inerzia, vanità e ambizione, ma mentre la vita del primo si estende al rapporto con le persone che gli gravitano intorno, la famiglia, gli uomini che lavorano per lui, la stessa Wendy; Chuck è isolato, parla di giustizia ma combatte solo per sé. Il risultato è che Axelrod esercita un fascino maggiore sullo spettatore, anche quando si approfitta malamente del proprio potere, anche quando usa chi gli sta intorno. È spietato ma consapevole, e quasi sempre onesto. Per di più è atletico e spiritoso. Chuck invece è l'immagine di uno stallo, ogni cosa che lo riguardi finisce per apparire vagamente repellente. È un dualismo semplice, ma servito da attori straordinari (Damian Lewis e Paul Giamatti, per non parlare di Maggie Siff, che se li mangia entrambi). E perché nei momenti migliori aiuta a riflettere sui rapporti paradossali tra istituzioni politiche e finanziarie, dove il potere sposta la ricchezza in una direzione o nell'altra, ma la trattiene sempre a sé, generando la connivenza che strozza le classi medio-basse. La miglior serie televisiva da anni.”

In Italia la serie nonostante come già ricordato diverse volte, non abbiamo una cultura finanziaria sviluppata come degna dei paesi sviluppati, essa è stata molto seguita ed ha fatto registrare alti share⁶⁰.

⁵⁹ Conoscere informazioni in anticipo su società quotate, per giocarci a proprio favore per speculare in borsa

⁶⁰ Sistema di misura del successo di un programma in TV

CAPITOLO 2 – BANCHE D’AFFARI & DIAVOLI

2.1: Caratteristiche principali

Dietro ogni grande interesse, società che fatturano miliardi, grandi movimenti di capitale, collocazione di titoli governativi, grandi fusioni o acquisizioni, c’è la mano di una banca d’affari. Esse come si suol dire, sono come il denaro, “non dormono mai”⁶¹. Dietro ogni grande società sia direttamente che indirettamente, esse sono presenti, in ogni tipo di ASA⁶². Esempio, esse sono presenti, anche in determinati “business”, che possano rappresentare lo stile di vita di tutti, come può

⁶¹ Facendo sempre riferimento al cinema, nel film “Wall Street 1 “, il protagonista, uno speculatore senza scrupoli, “Gordon Gekko”, disse questa frase riguardo ai soldi, che “non dormono mai”, diventata uno status

⁶² Area strategica di affari, combinazione prodotto-mercato, parliamo di un determinato prodotto o servizio in un determinato mercato

essere il calcio. Infatti se si prende ad esempio questo collegamento, come non ricordare i debiti dell'Inter⁶³ verso Goldman Sachs, poiché serviva alla società sportiva, per svolgere il calciomercato⁶⁴. Oppure il ruolo avuto sempre dalla stessa banca d'affari, da advisor⁶⁵ per quanto riguarda la cessione del Milan⁶⁶, da parte di Silvio Berlusconi⁶⁷. Dopo questa breve introduzione, si scenderà nel fondo della definizione e caratteristiche e modalità operative di una banca d'affari. Le banche⁶⁸ d'investimento⁶⁹, chiamate in inglese investment bank, svolgono tre funzioni economiche fondamentali: provvedono a finanziare società di capitali sottoscrivendo e collocando le nuove emissioni di titoli, operano come intermediari sui mercati mobiliari e offrono consulenze sulle operazioni di emissione, acquisto e vendita di titoli e su altre questioni di natura finanziaria. Diversamente dalle banche commerciali, i cui compiti principali sono accettare depositi e concedere prestiti a breve termine a imprese e famiglie, le banche

⁶³ Squadra di calcio milanese, militante in serie A

⁶⁴ Periodo in cui, vengono acquistati o ceduti, giocatori di calcio, tra le varie squadre nel mondo

⁶⁵ Consulente, intermediario, riguardo un'operazione finanziaria

⁶⁶ Anch'essa, squadra di calcio milanese, militante in serie A

⁶⁷ Proprietario di fininvest, ex controllante del Milan, oggi affermato politico con il suo partito "Forza Italia"

⁶⁸ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/banche-investimento.htm>

⁶⁹ Banche di investimento o affari, è la stessa cosa

d'affari sono impegnate, soprattutto, nei finanziamenti a lungo termine. Le aree di attività delle banche d'investimento si possono sintetizzare in: Corporate Lending, che riguarda, le attività di prestito bancario (real estate financing⁷⁰, trade financing⁷¹, cash management financing⁷² e prestiti di medio-lungo termine); Corporate and Investment Banking, cioè, le attività di consulenza legale, fiscale e finanziaria e di intermediazione. Nel dettaglio si può suddividere la macro-area dell'investment banking in: Capital Markets, ovvero tutte le attività relative alla gestione degli strumenti finanziari emessi dai clienti della banca (obbligazioni, azioni e derivati). Nel mercato primario, corrispondente all'emissione dello strumento, include quattro fasi: origination⁷³, arranging⁷⁴ and advisory, selling⁷⁵ and placing, underwriting⁷⁶; nel mercato secondario, che include ogni attività

⁷⁰ Mercato immobiliare

⁷¹ Riguardo al commercio internazionale

⁷² Riferito a flussi di cassa aziendali

⁷³ Aiuto il cliente a studiare l'operazione

⁷⁴ Le competenze devono essere fiscali, legali e finanziarie

⁷⁵ Andare in giro a vendere le passività del cliente. vuol dire avere un network importante per poter collocare il prodotto

⁷⁶ Qualche volta la banca si prende anche obbligo di sottoscrizione del prodotto emesso che deve essere venduto

successiva all'emissione (attività di dealing⁷⁷, brokerage⁷⁸ e di market making⁷⁹). Corporate Finance, supporto finanziario ad un'azienda per sostenere le sue decisioni strategiche (fusioni e acquisizioni, joint venture⁸⁰, spin-off⁸¹, attività di ristrutturazione⁸²). Private Equity⁸³ o Merchant Banking, attività finanziarie mediante le quali un investitore istituzionale rileva quote di una società sia acquisendo le azioni, sia portando nuovi capitali all'interno di una società obiettivo. Project Finance, operazioni di finanziamento a lungo termine, che consistono nell'utilizzo di una società neocostituita denominata veicolo (SPV, Special Purpose Vehicle) la quale serve a mantenere separati gli assets del progetto⁸⁴ da quelli dei soggetti proponenti l'iniziativa d'investimento. Risk

⁷⁷ Acquisto e vendita diretta di titoli

⁷⁸ Attività di mediazione, compro o vendo per un mio cliente dei titoli

⁷⁹ Questo serve ad aumentare la liquidità nel settore ed è un bel segnale al mercato. La quotazione continua mi rende il titolo meno volatile quindi questo protegge i movimenti e le oscillazioni del titolo

⁸⁰ Collaborazione tra due o più imprese

⁸¹ Fenomeno di creazione di un nuovo soggetto di diritto per particolari finalità e/o scopi

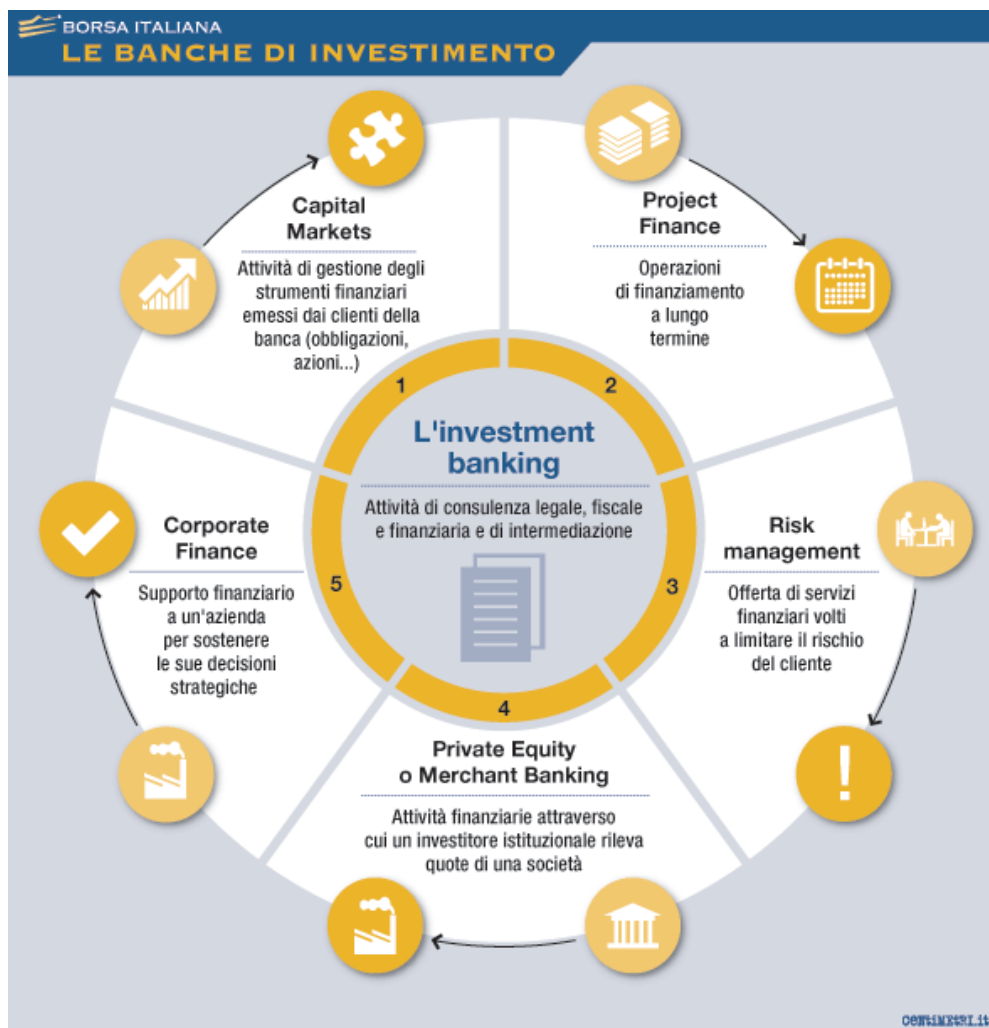
⁸² Nel caso in cui si verifichi una crisi aziendale è lì che è necessario mettere in atto quella che viene definita ristrutturazione aziendale

⁸³ E' l'attività di investimento diretto nell'equity di una azienda

⁸⁴ Prevenire eventuali insoluti, accollandoli, allo stato patrimoniale della banca

Management, offerta di servizi finanziari volti a limitare il rischio del cliente, sia esso di natura industriale o finanziaria (legato alla volatilità dei prezzi).

2.1 Attività delle banche di investimento



Fonte: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/banche-investimento.htm>

Dopo aver visto le modalità operative, soffermiamoci, sulla definizione, della banca d'affari, consultando, il sito del "Treccani"⁸⁵. Banca d'affari⁸⁶, locuzione

⁸⁵ Noto vocabolario italiano

⁸⁶ https://www.treccani.it/enciclopedia/banca-d-affari_%28Lessico-del-XXI-Secolo%29/

sostantiva femminile. Organismo finanziario che sovvenziona investimenti a lungo termine, svolgendo la sua attività anche tramite l'acquisizione di partecipazioni al capitale delle imprese assistite. Tra i sinonimi maggiormente utilizzati per identificare la banca d'affari si distingue quello di investment bank, la cui genesi risale al 1933 negli Stati Uniti quando, per effetto del Glass Steagall act, furono separate le attività di investment banking, intese come offerta di servizi finanziari atti ad agevolare l'emissione di strumenti che gli investitori avrebbero sottoscritto alimentando il mercato dei capitali, dal commercial banking, sintetizzabile nelle attività di raccolta del risparmio, con l'obbligo di rimborso ed esercizio del credito. La banca d'affari, a differenza della banca commerciale, non contempla depositi in denaro da parte dei propri clienti. In una fase preliminare, le banche d'affari si sono dedicate al cosiddetto underwriting, un supporto specializzato alle imprese che intendono raccogliere fondi attraverso l'emissione di titoli azionari e obbligazionari. La graduale evoluzione delle banche d'affari ha ampliato il paniere di servizi offerti includendo, tra gli altri, l'attività di gestione del rischio, volta a identificare, quantificare e gestire i rischi finanziari. Nello scenario attuale, le banche d'affari forniscono consulenza specializzata a imprese che operano in settori diversi, offrono supporto e competenze approfondite in operazioni di fusione e acquisizione (merger and acquisition) e si occupano, altresì, di investimenti dal rischio elevato. Le peculiarità dei servizi offerti

escludono l'erogazione degli stessi a quei soggetti che il mercato finanziario è solito definire come clientela retail o al dettaglio. Le banche d'affari si rivolgono, infatti, a entità molto più complesse e articolate, per natura e competenze, tra cui sono da annoverare: compagnie di assicurazioni, organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), controparti qualificate e grandi investitori. Interessante, capire, anche la storia di esse, cioè a quando risalgono e come si sono evolute. L'origine remota della banca d'affari⁸⁷, ne colloca l'archetipo già nel lontano Medioevo. Nata inizialmente solo per finanziare le compagnie mercantili, si diffuse rapidamente, consentendo a soggetti diversi di estinguere debiti ed effettuare pagamenti senza utilizzare la moneta, che venne in parte sostituita da nuovi strumenti di pagamento, come le cambiali e gli assegni, capaci di ridurre considerevolmente il rischio di furto, in quei tempi sensibilmente elevato. In Inghilterra, agli inizi del 19° secolo, con il nome di merchant bank, la banca d'affari, assunse il ruolo fondamentale di garante nel pagamento e nella riscossione delle cambiali, fino ad allora malviste, dalle controparti commerciali, come strumento di pagamento, per effetto del rischio di credito insito in esse. Oggi, si è visto come esse operano e quali sono le sue funzioni fondamentali. Da ricordare, di recente avvenuta⁸⁸, nel corso della crisi finanziaria del 2008 tre delle

⁸⁷ https://www.treccani.it/enciclopedia/banca-d-affari_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

⁸⁸ Ne parleremo di specifico nel paragrafo dedicato a “Banche d'affari e crisi”

principali banche d'affari mondiali (Bear Stearns, Lehman Brothers e Merrill Lynch), considerate unanimemente titani del sistema finanziario statunitense, sono fallite o sono state acquisite da altri gruppi finanziari.

2.2: Banche d'affari americane ed europee

Nel paragrafo precedente, si è andato a vedere, come sono definite, operano e la loro evoluzione storica delle banche d'investimento. Adesso, analizzeremo le banche d'affari americane ed europee, soffermandoci più per le prime, dato il peso di esse nel settore e la loro importanza storica⁸⁹. Nel 2018⁹⁰, per la prima volta, le sei maggiori banche statunitensi hanno messo a segno utili combinati superiori ai 100 miliardi di dollari. Mettendo insieme⁹¹ i profitti di JpMorgan (32,5 miliardi), Wells Fargo (22,4 miliardi), Citigroup (18 miliardi), Goldman Sachs (10,5 miliardi) e Bank of America (28,1 miliardi), si arriva a 111,5 miliardi. Con quelli di Morgan Stanley, il totale per i sei istituti arriva a 120 miliardi di dollari, cifra che non era mai stata raggiunta. Il predominio⁹² delle grandi banche Usa nel

⁸⁹ Nel paragrafo successivo, infatti, parleremo della correlazione tra le varie crisi e le banche d'affari americane

⁹⁰ <https://finanza.lastampa.it/News/2019/01/17/usa-utili-record-per-le-6-maggiori-banche-daffari-che-superano-i-100-miliardi/MTdfMjAxOS0wMS0xN19UTEI>

⁹¹ https://www.repubblica.it/economia/2019/01/17/news/conti_morgan_stanley-216785130/#:~:text=Mettendo%20insieme%20i%20profitti%20di,arriva%20a%20111%2C5%20miliardi.

⁹² <https://www.ilsole24ore.com/art/banche-grandi-gruppi-usa-conquistano-40percento-dell-europa-ABnQB9gB>

settore del corporate & investment banking (Cib), che a livello globale vale circa 530 miliardi di dollari di ricavi, si è accentuato anche nel 2018. Andando a erodere nuove quote di mercato, sulle due sponde dell'Atlantico, alle grandi banche europee del settore. al 2012 al 2018, la quota di mercato delle grandi banche Usa in Emea (Europa, Middle East, Africa) è salita dal 31 al 40%, mentre quella delle banche europee negli USA è scesa, sempre nel periodo 2012-2018, dal 29% al 20%. Secondo dato chiave: la redditività delle attività delle grandi banche Usa, misurata in termini di return on equity (Roe), nel 2018 è stata più che doppia (13%) rispetto a quella delle banche europee (6%), che hanno stabilmente ritorni inferiori rispetto al costo del capitale stimato attorno al 9%. Dal rapporto elaborato dalla società di consulenza Oliver Wyman e Morgan Stanley. «Le grandi banche americane si confermano molto più avanti rispetto alle big europee per redditività e massa critica e stanno continuando a guadagnare quote di mercato in Europa nel wholesale banking⁹³. Motivi della debacle europea anche nel mercato di casa a partire dalla crisi del 2007-2008. La prima ragione, come più volte evidenziato sul Sole24Ore⁹⁴, sta nei diversi tempi e modalità dei salvataggi

⁹³ Attività di banca (o sezione di una banca) che concentra i suoi rapporti con una clientela ristretta e qualificata, composta prevalentemente da grandi imprese, governi e grandi amministrazioni pubbliche

⁹⁴ Stiamo sempre consultando l'articolo del Sole 24 Ore

bancari post - Lehman Brothers⁹⁵. Gli Usa vararono il Tarp⁹⁶, obbligando tutte le grandi banche (a eccezione di Goldman Sachs) a ricapitalizzarsi subito con fondi dello Stato, poi rimborsati. In Europa si andò invece in ordine sparso, lasciando che ogni Stato sovrano intervenisse se e quando scattavano emergenze che si sono trascinate per più di un decennio. In secondo luogo, il post Lehman in Europa ha coinciso con la nascita dell'Unione bancaria europea e la Vigilanza unica Bce, che ha imposto nel corso degli anni aggiustamenti progressivi sui ratios patrimoniali. Un decennio di iper-regolamentazione che ha condizionato, e forse frenato, lo sviluppo del business. Terzo elemento che aiuta a spiegare il gap Europa-Usa: le maxi-sanzioni miliardarie comminate dalle Autorità Usa alle big bank europee attive negli Stati Uniti. A partire da Deutsche Bank, addirittura bocciata agli stress test della Fed a giugno 2018, più o meno tutte le banche europee hanno avviato la ritirata dal ricco mercato americano cogliendo, diciamo, una certa difficoltà a farsi accettare da un sistema Usa che anche nel banking pare improntato all'America First. In molti casi le ferite ai bilanci non si sono ancora rimarginate e un po' tutte le grandi banche europee si trovano in mezzo al guado di una ristrutturazione non

⁹⁵ Una delle più grandi banche d'investimento, fallita con la crisi dei mutui subprime

⁹⁶ È l'acronimo utilizzato comunemente per definire il Troubled Asset Relief Program. Si tratta del programma avviato all'indomani della crisi finanziaria del 2008 dal governo degli Stati Uniti per l'acquisto di asset da istituzioni finanziarie e il rafforzamento del settore finanziario

completata e con ingenti investimenti da sostenere per la transizione al digital banking. Un arretramento che può costare caro alle banche europee perché i big Usa sono già pronti a cogliere le opportunità che si stanno aprendo in Cina, dopo la scelta del Governo di Pechino di aprire al mercato anche nei settori del wholesale banking e dell'asset management. Tornando al record⁹⁷ di utili del 2018. “America First!”, il motto⁹⁸ elettorale di Donald Trump⁹⁹, si è sostanzialmente in “Wall Street First!”, e questo ha portato al decollo degli utili delle grandi banche, che nel 2019 hanno conosciuto una crescita esponenziale dei profitti registrati. Dietro la crescita degli utili c'è la mano dell'amministrazione Trump e della sua riforma fiscale, che ha ridotto notevolmente le aliquote di imposta sui profitti societari e sui guadagni da transizione finanziaria. L'effetto Trump è stato calcolato con precisione da Bloomberg, secondo cui le principali banche statunitensi avrebbero guadagnato complessivamente 32 miliardi di dollari dagli effetti della riforma, di cui 18 dai soli sconti fiscali conseguiti nel 2019. Il tutto senza aggiungere reale occupazione al mercato americano, anzi creando un effetto distorsivo per la perdita netta di 1.200 posti di lavoro nei sei principali istituti (Jp Morgan, Bank of America, Wells Fargo, Citigroup, Morgan Stanley,

⁹⁷ Dati più recenti disponibili

⁹⁸ <https://it.insideover.com/economia/le-banche-usa-padrone-della-finanzia-ue.html>

⁹⁹ Presidente degli Stati Uniti, periodo 2016 - 2020

Goldman Sachs) nell'ultimo biennio. Ora vediamo nello specifico, queste sei banche americane. JPMorgan Chase¹⁰⁰ & Co. è una banca multinazionale americana di investimenti e holding di servizi finanziari con sede a New York City. JPMorgan Chase è classificato da S & P Global come la più grande banca degli Stati Uniti e la settima più grande banca al mondo per totale attivo, con un totale attivo di 3.213 trilioni di US \$. È anche la banca più preziosa al mondo per capitalizzazione di mercato. L'attuale società è stata costituita nel 2000, quando Chase Manhattan Corporation si è fusa con J.P. Morgan & Co. A partire dal 2020, il ramo di asset management della banca ha \$ 3,37 trilioni di asset in gestione, mentre il suo ramo di investimenti e corporate bank detiene \$ 27,447 trilioni di asset in custodia. La Bank of America¹⁰¹ Corporation (indicata semplicemente come Bank of America, spesso abbreviata come BofA) è una banca multinazionale americana di investimenti e holding di servizi finanziari con sede a Charlotte, North Carolina, con hub centrali a New York City, Londra, Hong Kong, Dallas e Toronto. Fondata a San Francisco, Bank of America è stata costituita dall'acquisizione di BankAmerica da parte di NationsBank nel 1998. È il secondo istituto bancario più grande degli Stati Uniti, dopo JPMorgan Chase, e l'ottava banca più grande del mondo. Serve circa il 10,73% di tutti i depositi bancari

¹⁰⁰ <https://www.jpmorganchase.com/>

¹⁰¹ <https://www.bankofamerica.com/>

americani, in diretta concorrenza con JPMorgan Chase, Citigroup e Wells Fargo. I suoi servizi finanziari primari ruotano attorno al settore bancario commerciale, alla gestione patrimoniale e all'investment banking. Wells Fargo & Company¹⁰² è una società multinazionale americana di servizi finanziari con sede a San Francisco, California, con uffici manageriali negli Stati Uniti e all'estero. È la quarta banca al mondo per capitalizzazione di mercato e la quarta banca negli Stati Uniti per attività totale. Wells Fargo è al 26 ° posto nella classifica Fortune 500¹⁰³ 2018 delle più grandi società statunitensi per fatturato totale. Citigroup Inc¹⁰⁴. è una banca di investimento multinazionale americana e una società di servizi finanziari con sede a New York City. La società è stata costituita dalla fusione del gigante bancario Citicorp e del conglomerato finanziario Travelers Group nel 1998. Citigroup possiede Citicorp, la holding di Citibank, nonché diverse filiali internazionali. Citi è costituita a New York. Citigroup è al 30 ° posto nella classifica Fortune 500 del 2019. Citigroup ha oltre 200 milioni di clienti e opera in più di 160 paesi. Ha 204.000 dipendenti, anche se aveva 357.000 dipendenti prima della crisi finanziaria del 2007-2008, quando fu salvata da un massiccio pacchetto

¹⁰² <https://www.wellsfargo.com/>

¹⁰³ Rivista americana

¹⁰⁴ <https://www.citigroup.com/citi/>

di stimoli del governo degli Stati Uniti. Morgan Stanley¹⁰⁵ è una banca di investimento multinazionale americana e una società di servizi finanziari con sede a 1585 Broadway nel Morgan Stanley Building, Midtown Manhattan, New York City. Con uffici in oltre 42 paesi e più di 60.000 dipendenti, i clienti dell'azienda includono aziende, governi, istituzioni e individui. Morgan Stanley si è classificata al 67 ° posto nell'elenco Fortune 500 del 2018 delle più grandi società degli Stati Uniti in base alle entrate totali. Goldman Sachs Group¹⁰⁶, è una banca d'affari multinazionale americana e una società di servizi finanziari con sede a New York City. Offre servizi di gestione degli investimenti, titoli, gestione patrimoniale, intermediazione e sottoscrizione di titoli. Fornisce inoltre servizi di investment banking a investitori istituzionali. La banca è una delle più grandi società di investment banking al mondo ed è un operatore primario nel mercato dei titoli del Tesoro degli Stati Uniti e, più in generale, un importante market maker. Il gruppo possiede anche Goldman Sachs Bank USA, una banca diretta. Goldman Sachs è stata fondata nel 1869 e ha sede in 200 West Street a Lower Manhattan con uffici aggiuntivi in altri centri finanziari internazionali. Dopo l'analisi delle 6 “sorelle” americane, ora si vedrà quali sono le più importanti in

¹⁰⁵ <https://www.morganstanley.com/>

¹⁰⁶ <https://www.goldmansachs.com/>

Europa. Tra queste, Deutsche Bank¹⁰⁷ è la banca tedesca che ha fatto registrare una migliore performance a livello europeo. Essa ha fatto registrare infatti un fatturato netto di 31.915 milioni di euro. Oggi la possiamo considerare come una delle più grandi società di servizi finanziari d'Europa. Oggi Deutsche Bank ha una presenza globale, con sedi in ben 71 paesi. Poi come non includere, Credit Suisse, banca svizzera, che registra un utile netto di 2.131 milioni di franchi svizzeri (CHF) e un EPS¹⁰⁸ pari a 1,22 franchi. Possiamo affermare con tutta franchezza che il gruppo Credit Suisse che per altro è stato fondato nel 1856 oggi conta ben 46.000 dipendenti sparsi in oltre 50 paesi nel mondo. UBS, anche questo colosso, lo possiamo considerare come un ottimo istituto per i propri investimenti. Essa è stata fondata nel 1862 ed oggi ha sede in Zurigo. L'istituto di credito ha fatto registrare un utile netto di 27.732 milioni CHF e un EPS di 0,83 franchi. Oggi UBS conta un organico di ben oltre 60.000 dipendenti che sono dislocati in ogni dove, anche se la maggior parte di essi è suddiviso tra Stati Uniti e Svizzera. Barclays, banca britannica, istituto molto noto in tutto il mondo, fu fondata nel 1896. Oggi, la banca inglese, conta una massiccia forza lavoro con un totale di 139.600 dipendenti in tutto il mondo. Secondo i primi dati e i primi rapporti, la

¹⁰⁷ <https://www.europar2010.org/news/le-25-banche-investimento-migliori-al-mondo#credit-suisse-dhy>

¹⁰⁸ Utile per azione

banca ha un reddito complessivo di £ 28.444 milioni, di cui £ 10.733 milioni del comparto investment banking. Infine, ma non per importanza, HSBC è l'altra banca londinese di tutto rispetto¹⁰⁹. Anch'essa ha sede in Londra e fu fondata nel 1865. Oggi essa fa registrare la sua presenza in ben 75 paesi. L'istituto serve ben 54 milioni di clienti nel mondo con 254.000 dipendenti, ed offre una vasta gamma di servizi. I ricavi ad oggi ammontano a \$ 64.645 milioni con un EPS di 0,84 USD¹¹⁰.

¹⁰⁹ Rispetto alla Barclay

¹¹⁰ Dollari

2.3: Crisi e Banche d'affari

Analisi del presente paragrafo, sarà, quello di scavare tra i libri di storia, capire il ruolo delle banche d'affari, durante le crisi passate e recenti. Si inizierà analizzando la grande depressione del '29, fino ad arrivare, all'ultima recente crisi, cioè quella legata alla pandemia globale del Covid 19. La grave¹¹¹ crisi economico-finanziaria del 1929, iniziata negli Stati Uniti d'America, sconvolse l'economia mondiale dalla fine degli anni venti fino a buona parte del decennio successivo, con devastanti ripercussioni sociali e politiche. Il boom economico che gli USA avevano sperimentato quasi ininterrottamente dall'inizio della prima guerra mondiale, rappresentato da una forte espansione del Prodotto Interno Lordo grazie alle numerose innovazioni tecnologiche (radio, telefono, energia elettrica), allo sviluppo dell'industria automobilistica, alla rapida crescita di settori come

¹¹¹ <http://www.consob.it/web/investor-education/la-crisi-del-29>

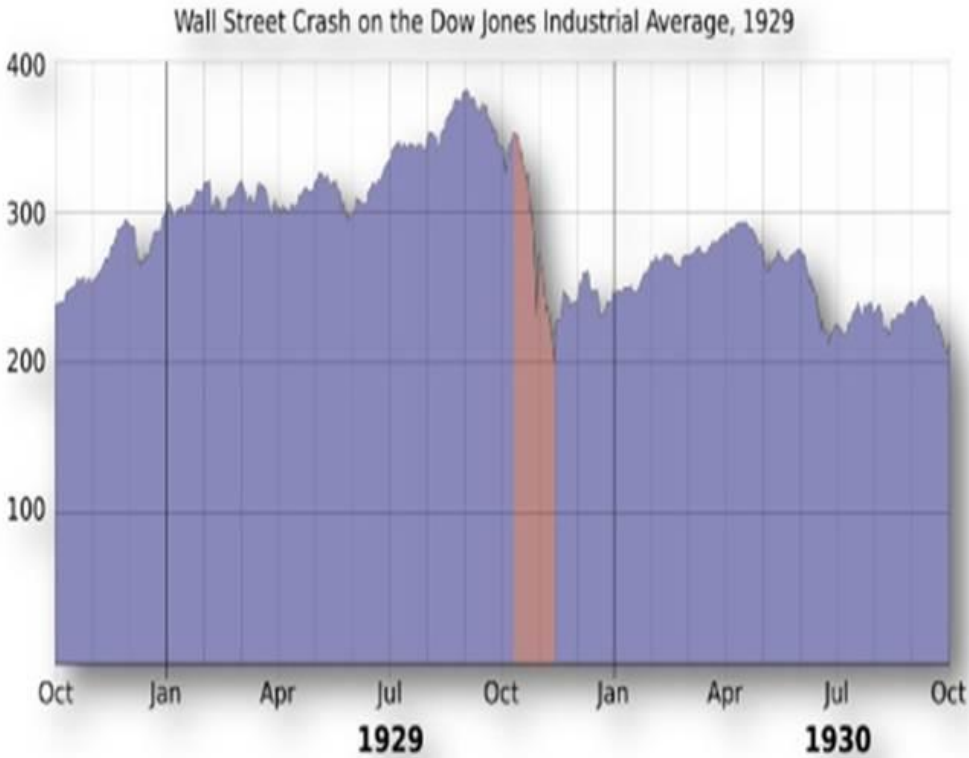
quello del petrolio e alla conseguente espansione del settore delle costruzioni di uffici, fabbriche e case, aveva costituito il motore del rialzo dell'indice azionario Dow Jones relativo al settore industriale a partire da metà 1922, riflettendo l'acquisita supremazia economica nel mondo. Nel periodo che va dal 1922 al settembre 1929 (apice della bolla azionaria della Borsa Valori di New York, detta Wall Street), l'indice azionario in parola era passato da 63,0 a 381,17 ossia aveva registrato un incremento di circa il 500%, numero che esprime bene il senso di entusiasmo diffuso. Il crollo dell'indice di Wall Street avvenuto il 24 ottobre del 1929 (noto come il giovedì nero di Wall Street), in cui 13 milioni di azioni furono vendute senza limite di prezzo, e seguito da un secondo a breve distanza di tempo il 28 ottobre e un terzo il 29 ottobre (martedì nero) con circa 16 milioni di azioni vendute in un solo giorno, diede origine ad un fenomeno di vendite incontrollate di azioni da parte di investitori privati desiderosi di disfarsene. Il Dow Jones Industria¹¹² Average subì una flessione del 40% in un mese e il panico si diffuse a macchia d'olio: fu l'inizio di un ciclo economico altamente recessivo su scala mondiale. La crisi affonda le sue radici in una politica monetaria fortemente espansiva della Riserva Federale¹¹³, a banche e individui una massa rilevante di liquidità, impiegata in larga parte in acquisto di azioni quotate a Wall Street da

¹¹² Indice azionario industriale

¹¹³ Federal Reserve, chi decide la politica monetaria negli U.S.A

parte di privati anche per il tramite di investment trust. Ecco qui il nesso tra la banca d'affari e la crisi, poiché anche se non è così esplicito, riguardo la Federal Reserve, chi prende le decisioni, sono gli stessi che governano le banche di "Wall Street". Dall'inizio del 1928 la speculazione sui titoli azionari alimentò un boom senza precedenti nei volumi di azioni giornalmente compravendute e rese possibile l'innescarsi di una spirale di rialzi dei prezzi, sospinta dalla immaginifica rappresentazione di prospettive floride di crescita economica e da conseguenti aspettative irrealistiche di profitti futuri delle società industriali. Un senso di forte fiducia circa lo stato dell'economia era largamente diffuso tra la gente comune e questo costituiva il propellente del comportamento degli investitori-speculatori. Nel marzo del 1929, i segnali di un possibile crollo del mercato borsistico erano stati avvertiti dalla Riserva Federale che pur decise di non agire. Ecco il secondo nesso implicito, da parte dei "bancari" che riguardano la crisi del '29. Nel settembre dello stesso anno, l'indice di borsa iniziò a muoversi in modo irregolare con una tendenza al ribasso. Quando nell'ottobre del 1929 si assistette ad una brusca correzione dei prezzi azionari registrati a Wall Street, gli investitori furono presi dalla paura di un inizio della corsa al ribasso dei prezzi e, di fatto, resero effettive le loro più nere aspettative affluendo freneticamente sul mercato per vendere azioni fino a generarne il tracollo in preda al panico.

2.2 Crisi del '29



Fonte: <http://www.consob.it/web/investor-education/la-crisi-del-29>

La forte esposizione delle banche sul mercato azionario, per effetto dei crediti concessi agli operatori di borsa, indusse i risparmiatori, intimoriti dalle ripercussioni sui propri depositi, a richiederne il ritiro, dando luogo ad una vera e propria "corsa agli sportelli". In queste circostanze, la Bank of the United States, ritenuta un colosso del tempo, contando sui depositi di oltre 400.000 risparmiatori, fu una delle prime banche a dichiarare bancarotta. Come la Lehman Brothers¹¹⁴, nel 2008, anche questa crisi, ha la sua "vittima". E questa è una delle cause delle politiche inopportune, derivate dalla Federal Reserve. La Grande Depressione, che ne conseguì, ebbe effetti recessivi devastanti ad ampio spettro geografico (America del Nord, America del Sud e Europa) sotto diversi profili: anche i prezzi dei prodotti industriali subirono una drastica pressione al ribasso dalla contrazione della domanda, determinando gravi difficoltà per le imprese nel far fronte ai loro debiti e alimentando la contrazione del commercio internazionale e di conseguenza dei redditi dei lavoratori, del reddito fiscale, dei prezzi e dei profitti. Nello specifico della situazione degli USA, il tracollo economico e finanziario mise in ginocchio centinaia di migliaia di americani, con il fallimento di numerose aziende, l'incremento vertiginoso della disoccupazione (oltre il 25% della

¹¹⁴ Parleremo bene nel prossimo capitolo

popolazione attiva) e una severa contrazione del reddito. In ultimo, le esigenze nazionali spinsero gli istituti finanziari degli Stati Uniti a richiamare i prestiti erogati all'estero (30 miliardi di dollari) estendendo gli effetti recessivi della crisi su scala mondiale. Naturalmente, tra il 1929¹¹⁵ e 2008¹¹⁶, si sono verificate, altre crisi finanziarie, ma compito di questo lavoro, è analizzare solo quelle più importanti a livello storico. La crisi finanziaria¹¹⁷ dei mutui¹¹⁸ subprime ha avuto inizio negli Stati Uniti nel 2006. I presupposti della crisi risalgono al 2003, quando cominciò ad aumentare in modo significativo l'erogazione di mutui ad alto rischio, ossia a clienti che in condizioni normali non avrebbero ottenuto credito poiché non sarebbero stati in grado di fornire sufficienti garanzie. I fattori che hanno stimolato la crescita dei mutui subprime sono riconducibili, tra l'altro, alle dinamiche del mercato immobiliare statunitense e allo sviluppo delle cartolarizzazioni. Ecco, qui il primo nesso, ben esplicito, in cui le banche, con orientamento riguardo al profitto, hanno concesso mutui anche a chi non era meritevole, pur di mantenere gravida la macchina dei ricavi. A partire dal 2000 e fino alla metà del 2006, negli Stati Uniti i prezzi delle abitazioni sono cresciuti in

¹¹⁵ Le crisi dei vari paesi latini e asiatici nel 1990 e la bolla delle Dotcom del 2000

¹¹⁶ Dopo il 2008, c'è stata la crisi del debito sovrano europeo, che sarà analizzato nell'ultimo capitolo

¹¹⁷ <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>

¹¹⁸ Nel prossimo capitolo si scenderà nel dettaglio della crisi del 2008

maniera costante e significativa, generando una vera e propria bolla immobiliare. Tale dinamica era favorita dalla politica monetaria accomodante della Federal Reserve (FED), che mantenne i tassi di interesse su valori storicamente bassi fino al 2004, in risposta alla crisi della bolla internet e all'attacco dell'11 settembre 2001. Tassi di interesse bassi equivalevano a un basso costo del denaro per i prenditori dei fondi, ossia per le famiglie che richiedevano mutui ipotecari, e finirono pertanto con lo stimolare la domanda di abitazioni alimentandone ulteriormente i relativi prezzi. La bolla immobiliare, inoltre, rendeva conveniente la concessione di mutui da parte delle istituzioni finanziarie che, in caso di insolvenza del mutuatario, potevano comunque recuperare il denaro prestato attraverso il pignoramento e la rivendita dell'abitazione. Qui, è presente, un nesso implicito, anche se, a parere giusto, visto la situazione da cui usciva il paese americano. Oltre alla bolla immobiliare e ai bassi tassi di interesse, la crescita dei mutui subprime è stata sostenuta anche dallo sviluppo delle operazioni di cartolarizzazione, ossia dalla possibilità per gli istituti creditizi di trasferire i mutui, dopo averli 'trasformati' in un titolo, a soggetti terzi (le cosiddette 'società veicolo') e di recuperare immediatamente buona parte del credito che altrimenti avrebbero riscosso solo al termine dei mutui stessi (10, 20 o 30 anni dopo). La cartolarizzazione consentiva alle banche, apparentemente, di liberarsi del rischio di insolvenza dei prenditori dei fondi e indeboliva così l'incentivo a valutare

correttamente l'affidabilità dei clienti. Le società veicolo, dal canto loro, finanziavano l'acquisto dei mutui cartolarizzati mediante l'offerta agli investitori di titoli a breve termine. Qui invece, presentiamo un nesso esplicito, in cui pur di evitare perdite e “coprirsi”, hanno inventato questa modalità, in modo che la insolvenza non si rivalessa su di loro. Questa è uno dei nessi più importanti, che alimentò, ancora di più la crisi. In un contesto di bassi tassi di interesse, i titoli cartolarizzati sono stati sottoscritti da molti investitori sia negli USA sia in Europa. Tale circostanza ha creato i presupposti per la trasmissione della crisi dall'economia statunitense alle economie europee. Per effetto delle cartolarizzazioni, le banche rientravano in tempi rapidi nella disponibilità del denaro prestato, che potevano riutilizzare per erogare altri mutui a clienti la cui affidabilità veniva valutata in maniera sempre meno accurata. Grazie alla cartolarizzazione, le istituzioni finanziarie poterono espandere enormemente le attività in rapporto al capitale proprio (fenomeno del leverage o leva finanziaria). Ciò consentiva loro di realizzare profitti molto elevati, ma le esponeva anche al rischio di perdite ingenti. Le operazioni di cartolarizzazione generavano prodotti strutturati molto complessi, poco standardizzati e poco liquidi. I prodotti strutturati, inoltre, venivano scambiati prevalentemente over the counter (OTC), ossia al di fuori dei mercati regolamentati, e in assenza di prezzi significativi, ossia di prezzi utilizzabili per una loro valutazione condivisa dagli operatori di

mercato. In tale contesto, a fronte dell'opacità dei prodotti e della difficoltà di apprezzarne il valore, il giudizio delle agenzie di rating ha assunto un'importanza crescente in quanto riferimento condiviso per la valutazione dei prodotti. Il rating, tuttavia, esprimeva i risultati di stime basate sui modelli di valutazione adottati dalle agenzie e risultava pertanto assoggettato ai limiti che le ipotesi alla base dei modelli stessi potevano presentare. Tali limiti divennero evidenti in seguito allo scoppio della crisi subprime, quando divenne chiaro che le agenzie avevano utilizzato modelli non sufficientemente sofisticati, ovvero basati su ipotesi e scenari sull'evoluzione del quadro congiunturale troppo ottimistici. In quella circostanza fu palese, inoltre, che le agenzie avevano assegnato rating troppo generosi (anche per effetto di conflitti di interessi che creavano incentivi in tale direzione) e si erano dimostrate troppo caute nel rivedere il proprio giudizio sugli emittenti che incominciavano a manifestare i primi segnali di crisi. Qui si segnala, un comportamento autoritario da parte delle grandi banche, come non scordare, il documentario “Inside Job”, che parla della crisi, in cui un operatore della società di rating Standards and Poor’s, dichiara che se non avrebbe inserito un merito creditizio a favore della banca, l’avrebbe persa come cliente. All'inizio del 2004, la FED cominciò a innalzare i tassi di interesse in risposta alla ripresa dell'economia statunitense. I mutui divennero sempre più costosi e aumentarono i casi di insolvenze delle famiglie incapaci di restituire rate sempre più onerose. La

domanda di immobili si ridusse, con conseguente scoppio della bolla immobiliare e contrazione del valore delle ipoteche a garanzia dei mutui esistenti. Ecco qui la decisione da parte dei governatori bancari di “chiudere i rubinetti”. Le istituzioni finanziarie più coinvolte nell'erogazione dei mutui subprime registrarono pesanti perdite. A partire da luglio 2007 e per tutto il 2008, inoltre, si susseguirono vari declassamenti del merito di credito (downgrading) di titoli cartolarizzati da parte delle agenzie di rating¹¹⁹. Tali titoli, ormai ampiamente diffusi sul mercato, persero ogni valore e divennero illiquidabili, costringendo le società veicolo a chiedere fondi alle banche che li avevano emessi e che avevano garantito linee di liquidità. Alcune banche, tuttavia, non furono in grado di reperire la liquidità necessaria per soddisfare tali richieste, poiché nessun istituto finanziario era disposto a fare loro credito. In un contesto di scarsa chiarezza circa la distribuzione dei titoli strutturati nel sistema finanziario, infatti, il mercato interbancario sperimentò un forte aumento dei tassi e una significativa contrazione della disponibilità delle banche a concedere credito ad altri istituti finanziari. Dalla crisi di fiducia di fiducia si sviluppò dunque una crisi di liquidità. Le banche subirono pesanti perdite non solo per l'esposizione verso le società-veicolo, ma anche per le esposizioni verso soggetti colpiti dalla crisi (ad esempio, i fondi che avevano investito nei titoli cartolarizzati), ovvero il possesso diretto di titoli

¹¹⁹ Quando ormai erano ben presenti in portafoglio di molti

strutturati per motivi di investimento. Tali circostanze condussero alcuni tra i maggiori istituti di credito statunitensi verso il fallimento, evitato grazie all'intervento del Tesoro di concerto con la FED. La banca di investimento Lehman Brothers, tuttavia, non ricevette aiuti statali o supporto da soggetti privati e avviò le procedure fallimentari il 15 settembre 2008. L'insolvenza della banca d'affari americana Lehman Brothers innescò una nuova fase di intensa instabilità. La decisione delle Autorità americane di lasciare fallire una grande istituzione finanziaria, con un'ampia e rilevante operatività al di fuori degli Usa, scosse profondamente la fiducia degli operatori alimentando un clima di fortissima tensione e incertezza sui mercati. Il default Lehman Brothers generò preoccupazioni diffuse sulla solidità di altre banche d'affari e timori per gli effetti dell'esposizione verso questi istituti di tutti gli altri partecipanti al mercato. Il brusco aumento del rischio di controparte percepito dagli operatori determinò una nuova drastica riduzione della liquidità sul mercato dei depositi interbancari e un aumento dei tassi a breve termine, nonostante le banche centrali, come si dirà di seguito, avessero già avviato massicce iniezioni di liquidità. La crisi apparve sempre più nella sua natura sistemica, con turbolenze senza precedenti che si estesero dal mercato dei prodotti strutturati ai mercati azionari, in particolare ai titoli delle società del settore finanziario, e progressivamente all'intero sistema finanziario evidenziando un elevato grado di interconnessione. Per effetto

dell'esposizione diretta o indiretta delle banche di alcuni paesi europei al fenomeno dei mutui subprime, il contagio si estese anche all'Europa. In breve tempo, la crisi dei mutui subprime si trasferì all'economia reale statunitense ed europea, provocando una caduta di reddito e occupazione. A tale caduta concorsero la restrizione del credito bancario a famiglie e imprese, il crollo dei mercati azionari e dei prezzi delle abitazioni (cosiddetto effetto ricchezza) e il progressivo deterioramento delle aspettative di famiglie e imprese, con conseguenti ripercussioni su consumi e investimenti. Le interdipendenze commerciali tra paesi, infine, comportarono una pesante riduzione del commercio mondiale. Non è compito del paragrafo, analizzare, come poi si è intervenuto per “curare” la crisi, ci si addentrerà nello specifico, riguardo la crisi del 2008, nell'ultimo capitolo del presente lavoro. Tra la fine del 2019¹²⁰ e l'inizio del 2020 un'infezione generata da un virus della famiglia SARS-Covid, il cosiddetto Covid-19, scoppiata a Wuhan, in Cina, si è rapidamente diffusa in tante nazioni di tutti i continenti. Nella maggior parte dei casi, le persone che hanno contratto l'infezione possono guarire grazie a protocolli e terapie già in uso, senza bisogno di trattamenti particolari; nei casi più gravi, tuttavia, la malattia può degenerare secondo dinamiche ancora non completamente comprese, anche attraverso l'aggravamento di patologie pregresse (prevalentemente di natura polmonare) fino

¹²⁰ <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-covid-19>

al decesso. La crisi connessa alla diffusione della pandemia di Covid-19 rappresenta un evento epocale destinato a generare forti ripercussioni economiche e sociali, allo stato attuale difficilmente stimabili. I dati relativi a contagi e decessi sono ancora in crescita in varie aree del mondo. In particolare, alla data dell'11 maggio 2020 la pandemia coinvolge 215 Paesi, conta quasi 5 milioni di casi accertati in tutto il mondo e ha provocato circa 318 mila morti (corrispondente a un tasso di letalità complessivo – ossia a una quota di decessi tra la popolazione contagiata – del 7% circa, a cui corrispondono differenze tra Paesi in alcuni casi significative). Per evitare i contagi, sono stati fatti “lockdown” in tutto il mondo che hanno causato gravi problemi economici e poi sociali, con gravi ripercussioni sul Pil e sul Reddito pro capite. Ma non è tutto qui, poiché, non tutti si sono impoveriti con la crisi pandemica. Goldman Sachs¹²¹ raddoppia, o quasi i profitti e mostra come l'alta finanza americana, quella del grande trading e investment banking, stia più che tenendo testa ad una crisi economica e di salute pubblica. Una crisi che sta invece devastando economia reale e il mercato del lavoro, falciando piccole e medie aziende e scatenando licenziamenti di massa tra i grandi marchi della Corporate America. Gli utili di Goldman hanno raggiunto i 3,62 miliardi di dollari nel terzo trimestre del 2020 e le entrate i 10,78 miliardi.

¹²¹ <https://www.ilsole24ore.com/art/goldman-guida-cavalcata-profitti-dell-alta-finanza-crisi-covid-ADeko4v>

Dopo, l'analisi, del ruolo delle banche nelle varie crisi, è interessante, capire come il ruolo delle banche sia così autoritario. «Io¹²² sono solo un banchiere che fa il lavoro di Dio». Così descriveva la sua attività, sul Sunday Times dell'8 novembre 2009, Lloyd Blankfein, presidente e direttore generale di Goldman Sachs. La definizione del mestiere di banchiere formulata, senza ombra di ironia, dallo sciagurato direttore di Goldman Sachs contiene alcune fondamentali verità. Lo smisurato senso di potenza che nutrivano, e ancora nutrono, i grandi banchieri, capaci di creare moneta, in misura illimitata, privi di ogni vincolo e limite, liberi dalla sanzione del fallimento perché "too big to fail"; certi che, in caso di crisi, saranno salvati dai governi con i soldi dei contribuenti, senza condizioni, come avvenne nel 2008-2009. Il fatto che non si può parlare delle banche nell'ambito della crisi, se non inquadrando il fenomeno nel più ampio e sconvolgente fenomeno della finanziarizzazione dell'economia che si è impadronita del mondo negli ultimi 30 anni.

¹²² <https://www.nuovatlantide.org/il-ruolo-delle-banche-di-fronte-alla-criasi-economica/>

2.4: Diavoli

Film collegato a questo capitolo, cioè quello in cui parliamo delle banche di investimento, è “Diavoli”. Da cosa nasce questo nome, esso nasce poiché, mostra i lati oscuri dei soldi e della finanza, paragonando quest’ultima a un nuovo modo per combattere le guerre, molto più letale delle armi. Il protagonista¹²³ più volte si troverà a riflettere sulla sua coscienza, e sul suo lato “oscuro”, che tramite varie

¹²³ Massimo Ruggero, interpretato da Alessandro Borghi

strategie finanziarie lo porteranno a fare scelte, come dire “cattive”, pur di arrivare al suo scopo. Oltre al protagonista, verranno fuori i lati “oscuri” di più personaggi, intenti a qualunque cosa pur di raggiungere i propri scopi, anche a commettere omicidi¹²⁴. Diavoli¹²⁵ è una Serie TV di genere drammatico del 2020, ideata da Alessandro Sermoneta, Mario Ruggeri, Elena Bucaccio, Guido Maria Brera, Daniele Cesarano, Barbara Petronio, Ezio Abbate, con Alessandro Borghi e Patrick Dempsey. Prodotto da Lux Vide, Sky. Diavoli è ancora in produzione. È stata prodotta una stagione. Tratta dal libro di Guido Maria Brera¹²⁶, broker, scrittore e produttore. La serie¹²⁷ vede come protagonista Massimo Ruggero (Borghi), un rampante head of trading¹²⁸ in una grandissima banca finanziaria londinese, che in un già storicamente teso 2011 si trova coinvolto in una specie di thriller che mescola le sue ambizioni professionali, i suoi drammi personali ma anche (esagerando, forse) le sorti della finanza e della politica internazionali. A

¹²⁴ La serie inizia con un suicidio da parte di un dirigente Ed Stewart della banca d'affari, dove è stato spinto dal capo poiché aveva rifiutato di compiere una determinata operazione illegale

¹²⁵ <https://www.comingsoon.it/serietv/diavoli/1921/scheda/>

¹²⁶ Si aprirà una piccola parentesi su di lui visto il suo ruolo nella finanza

¹²⁷ https://www.wired.it/play/televisione/2020/04/17/diavoli-alessandro-borghi-sky-recensione/?gclid=CjwKCAiAnvj9BRA4EiwAuUMDf5Q9uhyEo-jqpYxF80XkY2PjYGaQZAgS4-vwTy8yLVt2l0Sams7taRoCeiUQAvD_BwE&refresh_ce=

¹²⁸ Capo dell'area trading della Banca di investimento

giocare un ruolo ambiguo in tutto questo schema è Dominic Morgan (Dempsey), ceo della New York-London Investment Bank e suo mentore, ma anche uomo dalle mille ombre, anche lui segnato da un lutto che rende complicata la relazione con la moglie Nina (Smutniak). Una morte interna alla banca e una promozione mancata saranno le micce che fanno esplodere una sequela di intrighi, cospirazioni e manipolazioni. Tutto ovviamente si svolge in una Londra frenetica e asettica, tutta grattacieli della City e case dal lusso minimalista. Con intelligenza ogni episodio riprende alcuni dei fatti più noti della storia economica mondiale dell'ultimo decennio, dalla crisi argentina del 2001 allo scoppio dei subprime 2008, dalle recessioni irlandese e greca agli scandali sessuali di Dominique Strauss-Kahn dell'Fmi¹²⁹ passando per Subterranea, un'organizzazione di hacker e whistleblower simile alle molte che abbiamo visto di recente. Ogni fatto è utilizzato, a volte forzatamente altre meno, per dare solidità alle azioni dei protagonisti, ma è anche una carrellata inquietante che ci ricorda come la finanza sia un meccanismo invisibile che spesso schianta gli interessi delle persone comuni in nome di ambizioni e guadagni sterminati. Diavoli è sicuramente una serie dal respiro convintamente internazionale, che dimostra che la capacità italiana di realizzazione seriale si sta allineando in fretta con i più alti standard internazionali, vantando appunto anche attori che possono competere

¹²⁹ Fondo monetario internazionale

tranquillamente a livello globale. Una produzione italiana¹³⁰, ma girata in lingua inglese, Diavoli si basa sul romanzo di successo del 2014 I Diavoli, scritto da Guido Maria Brera, anche conosciuto come il "mago della finanza" italiano. Esso, nel 1999, non ancora trentenne, è fra i tre soci fondatori del Gruppo Kairos, realtà che opera nel settore del private banking e dell'asset management, che ha raggiunto a marzo 2015 circa 8 miliardi di euro di masse in gestione e ha sedi a Milano, Roma, Torino, Londra, Lugano e New York. A più riprese tra i migliori gestori hedge d'Europa, oggi è capo degli investimenti del Gruppo Kairos Julius Baer. Nel 2014, la carriera di finanziere si incrocia con quella di scrittore e Brera pubblica il romanzo "I Diavoli". Così in un'intervista definiva la finanza¹³¹: "La finanza? È la cinghia di trasmissione tra chi fa i soldi e chi ha le idee, e un mondo laico in cui impera la meritocrazia, dove il denaro è lo strumento di misura delle proprie capacità".

¹³⁰ <https://www.comingsoon.it/serietv/diavoli/1921/scheda/>

¹³¹ <http://www.businesspeople.it/People/Protagonisti/intervista-Guido-Maria-Brera-114516>

CAPITOLO 3 – CRISI DEL 2008 & “LA GRANDE SCOMMESSA”

3.1: I mutui subprime e la situazione pre crisi

Il terzo e ultimo capitolo, analizzerà, la crisi del 2008, scendendo nello specifico, vedendo come era la situazione prima, durante e dopo la crisi. Le misure utilizzate dalle “policy” per aiutare l’economia e i vari operatori. Si scenderà nello specifico nel penultimo paragrafo, del conflitto di interesse delle agenzie di rating¹³² per finire con il collegamento cinematografico di questo capitolo, cioè il film “La grande scommessa”. La crisi, trattata, è quella dei mutui subprime, che si manifestò nell’estate del 2007 per le consistenti insolvenze di debitori privati con scarso merito creditizio. Adesso, si vedrà come ci si è arrivati a ciò. Negli¹³³ ultimi dieci anni tutti i maggiori paesi industrializzati hanno visto crescere in modo esponenziale l’indebitamento delle famiglie, specialmente negli Usa. Debiti che sono stati contratti per comprare di tutto dalle case alle automobili, dagli elettrodomestici ai mobili, dalle vacanze all’abbigliamento. Paradossalmente, nel mercato dell’automobile a esempio, i venditori preferiscono i clienti che non pagano in contanti, ma a rate, potendo guadagnare, sia la commissione sulla vendita, che la commissione sul finanziamento. I consumi consentono alle imprese di ampliare le produzioni e le banche sono il motore di questa economia taroccata. Infatti, con il tempo è andata accumulandosi, nel pianeta, una massa impressionante di debiti. Banche e assicurazioni, nel timore che i debitori non

¹³² Una delle cause che ha favorito la situazione 2008

¹³³ http://www.impresaoggi.com/it/d_ec.asp?cacod=278

possano onorare i loro impegni, utilizzano gli strumenti della "finanza creativa" scambiandosi l'un l'altra i rischi dei propri crediti e distribuendoli negli investimenti dei risparmiatori. Il mercato mobiliare statunitense registra, fino al 2006, un incremento dei prezzi impressionante; dal 1997 al 2006 il prezzo delle abitazioni cresce del 125%. Conseguentemente, aumenta l'indebitamento di coloro che in quel periodo hanno acquistato casa. Tale dinamica era favorita dalla politica monetaria accomodante della Federal Reserve (FED), che mantenne i tassi di interesse su valori storicamente bassi fino al 2004¹³⁴, in risposta alla crisi della bolla internet e all'attacco dell'11 settembre 2001. Tassi¹³⁵ di interesse bassi equivalevano a un basso costo del denaro per i prenditori dei fondi, ossia per le famiglie che richiedevano mutui ipotecari, e finirono pertanto con lo stimolare la domanda di abitazioni alimentandone ulteriormente i relativi prezzi. La bolla immobiliare, inoltre, rendeva conveniente la concessione di mutui da parte delle istituzioni finanziarie che, in caso di insolvenza del mutuatario, potevano comunque recuperare il denaro prestato attraverso il pignoramento e la rivendita dell'abitazione. Conseguentemente¹³⁶, aumenta l'indebitamento di coloro che in quel periodo hanno acquistato casa, tanto che nel 2007 il rapporto tra debito e

¹³⁴ Erano al 1% nel 2003, livello storico in quegli anni

¹³⁵ <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>

¹³⁶ http://www.impresaoggi.com/it/d_ec.asp?cacod=278

reddito negli Usa raggiunge il livello del 130%; da quel momento il valore delle abitazioni inizia a diminuire: del 10% circa nel 2007 e del 15% nel 2008. Intanto, dal 2004 al 2006 la Federal Reserve, al fine di contenere l'inflazione, alza progressivamente il costo del denaro, portandolo dall'1 al 5,25%, facendo lievitare vistosamente gli interessi dei mutui. L'aumento delle rate e il forte calo del valore delle abitazioni mandano in crisi le famiglie americane indebitate. Prima quelle che hanno sottoscritto i mutui subprime¹³⁷, concessi ai clienti meno solvibili, poi le famiglie più abbienti. Il protagonista¹³⁸ indiscusso della crisi finanziaria del 2008 è stato il mercato immobiliare statunitense e la bolla finanziaria che si è sviluppata in questo settore. L'iniziale shock diretto è stato rappresentato da un brusco declino degli investimenti residenziali negli Stati Uniti a partire dal 2006: dal secondo trimestre del 2006 al quarto del 2007 si è registrata una diminuzione dell'1.2% negli investimenti relativi al settore immobiliare statunitense ed un ulteriore 1% tra il primo semestre del 2008 ed il secondo del 2009. La crisi del 2008¹³⁹ è iniziata per colpa dei mutui. Nel periodo precedente, già da tempo i prezzi delle case negli Stati Uniti avevano subito un notevole aumento. Per far fronte ad una richiesta sempre maggiore, le banche cominciarono a concedere

¹³⁷ Si analizzeranno nello specifico subito dopo questo riassunto riguardo la situazione pre crisi

¹³⁸ <https://www.orizzontipolitici.it/la-crisi-del-2008-le-cause-ma-soprattutto-gli-effetti/>

¹³⁹ <https://www.startingfinance.com/approfondimenti/crisi-del-2008-due-minuti/>

prestiti per l'acquisto della casa, i mutui, anche a persone e famiglie che non potevano realmente permettersi tale spesa. Spesso la casa aveva un valore molto superiore rispetto alle reali possibilità degli acquirenti. Sembrava un periodo florido in cui ogni americano poteva possedere una casa con mutui a tassi di interesse vantaggiosi. Questi però, da contratto, sarebbero saliti in maniera esponenziale dopo i primi anni di mutuo, particolare poco spiegato dalle banche ai clienti. La situazione andava a vantaggio di molti, oltre alle banche, dagli agenti immobiliari alle società edili. Dopo aver fatto, questo sunto, riguardo la situazione prima del 2007 e lo scoppio della bolla e quindi della crisi, ora, si analizzerà, gli strumenti che hanno agevolato tutto ciò. Mutui subprime sono i prestiti per l'acquisto della casa concessi a cattivi pagatori, ovvero persone che era noto avrebbero potuto non essere in grado di pagare il loro debito. Questo si sarebbe potuto trasformare in un fenomeno di crisi esclusivamente per gli Stati Uniti, ma i subprime, debiti sulle case, furono "impacchettati" dalla finanza in strumenti derivati. Quindi, molte banche costruirono dei prodotti finanziari basati proprio sui prestiti immobiliari degli Stati Uniti, che furono venduti in tutto il mondo in grandi quantità. Il loro valore dipendeva proprio dal buon andamento del pagamento dei mutui in larga scala. I subprime¹⁴⁰ sono prestiti o mutui erogati a clienti definiti "ad alto rischio". Sono chiamati prestiti subprime perché a causa

¹⁴⁰ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mutuisubprime.htm>

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. Per definire un mutuo come subprime il sistema americano si basa su un punteggio di credito che classifica tutti i debitori in una scala compresa tra 300 e 850 punti. Negli Stati Uniti tutti coloro che hanno un punteggio di credito inferiore a 620 sono definiti dei debitori subprime. La storia creditizia di coloro che contraggono un prestito subprime presenta in genere delle peculiarità tipiche come due o più pagamenti effettuati oltre 30 giorni dopo la scadenza nell'anno precedente la richiesta del prestito, l'insolvenza di un mutuo negli ultimi due anni o la dichiarazione di bancarotta negli ultimi cinque. Nel giugno del 2007 il Government Accountability Office, la "Corte dei conti" degli Stati Uniti, ha dichiarato che fra il 2001 e il 2005 la quota percentuale sulle erogazioni dei nuovi mutui residenziali dei clienti che si rivolgevano alle Agenzie federali per la casa era scesa dal 19 al 6 per cento. Una massa di clienti che nel tempo era migrata verso le offerte degli operatori privati del settore dei mutui subprime che, nello stesso periodo, avevano registrato una crescita proprio del 13 per cento e si erano quindi portati a ridosso del 20% del totale. Ad avvantaggiare il tracollo dei mutui di Stato a stelle e strisce sono state soprattutto le condizioni apparentemente più semplici ed elastiche per la concessione dei "mutui" da

privati. In realtà, però, molti di questi nuovi contratti dovevano rivelarsi nel tempo assai svantaggiosi per la clientela. Esempio, fra le varie tipologie di mutui subprime hanno avuto una certa diffusione i mutui con un tasso fisso iniziale che si converte nel tempo al tasso variabile ed è quindi ancorato al tasso d'interesse stabilito dalle banche centrali. Alcune formule prevedevano che per i primi due o tre anni il mutuatario subprime pagasse un tasso fisso che nel periodo restante (spesso dai 28 anni in su) diventava variabile. Si sono in questo settore registrati numerosi casi in cui un tasso d'interesse iniziale intorno al 4% finiva con gli aggiustamenti annuali per avvicinarsi al 10 per cento. Un simile incremento nel tasso d'interesse può portare la rata mensile che il debitore deve pagare a una crescita dell'85 per cento. Nel settembre del 2007 la Mortgage Bankers' Association, l'associazione statunitense delle banche che operano nel settore dei mutui, ha dichiarato che la quota dei mutui "subprime" in pignoramento ha raggiunto lo 0,65% toccando il massimo di tutti i tempi. Sempre secondo la Mba, i titolari di mutui subprime in ritardo con i pagamenti delle rate nello stesso periodo sarebbero balzati al livello di uno ogni sette mutui. In particolare i pagamenti in ritardo per i mutui concessi a persone a basso reddito e ad alto rischio d'insolvenza, sono saliti, nel secondo trimestre del 2007, al 14,82% del totale (dal 13,77% del trimestre precedente). Nel 2006 i mutui subprime raccoglievano, soltanto nel mercato statunitense, circa 600 miliardi di dollari giungendo così a

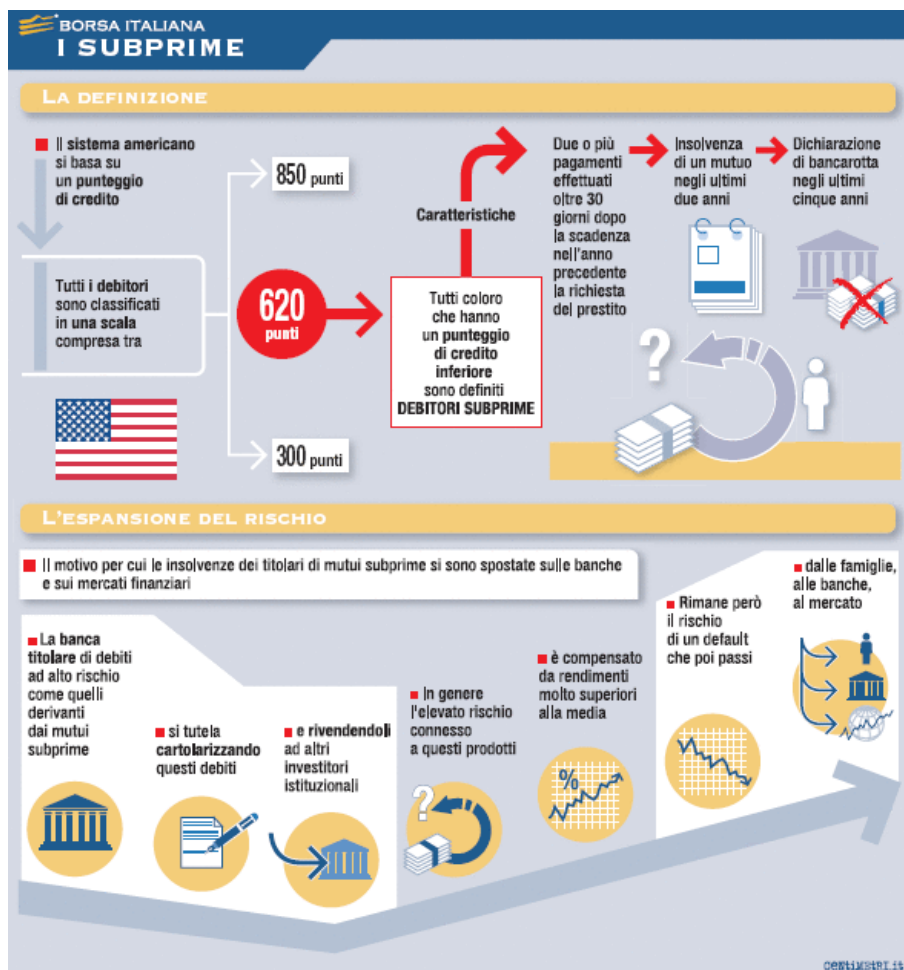
coprire circa il 20% del mercato dei mutui del Paese. Nel suo ultimo Global Financial Stability Report il Fondo monetario internazionale ha stimato in 200 miliardi di dollari le perdite registrate dal settore dei mutui subprime fra il febbraio e il settembre del 2007. Inoltre il fenomeno dei subprime (che nel mondo anglosassone sono spesso chiamati anche "B-Paper", "near-prime" o "second chance") si è allargato negli anni dal mondo dei mutui ipotecari a quello del consumo in genere e lo strumento di questa espansione è stato la carta di credito subprime. Rivolta anch'essa a debitori ad alto rischio di insolvenza la carta di credito subprime si è diffusa sempre di più nel mercato statunitense nel corso degli ultimi 15 anni e, dopo casi iniziali in cui bassi limiti di credito erano accoppiati a tariffe molto e elevate e a tassi d'interesse che superavano anche il 30 per cento, negli ultimi anni la maggiore concorrenza del settore ha avvicinato al 10% i tassi d'interesse applicati alle carte di credito subprime. Occorre però in merito evidenziare che sono ancora molto diffuse sul mercato carte di credito subprime che presentano tassi superiori al 20 per cento. Il motivo per cui le insolvenze dei titolari di 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 ai mutui ad alto rischio. Normalmente infatti la banca titolare di debiti ad alto rischio come quelli derivanti dai mutui subprime si tutela cartolarizzando questi debiti e rivendendoli ad altri

investitori istituzionali. In genere l'elevato rischio connesso a questi prodotti è compensato da rendimenti molto superiori alla media, rimane però il rischio di un default che poi passi dalle famiglie, alle banche e al mercato. Gli strumenti con i quali i mutui subprime americani sono stati cartolarizzati e rivenduti sono diversi. Uno degli strumenti più utilizzati negli Stati Uniti è stato quello degli Rmbs, i Residential mortgage backed securities. Letteralmente sono delle cartolarizzazioni garantite da mutui ipotecari residenziali e spesso si tratta di strumenti che hanno ricevuto dalle agenzie di rating¹⁴¹ (quelle che valutano e giudicano gli strumenti finanziari per gli investitori) delle promozioni a pieni voti. Gli Rmbs sono una particolare forma di Abs cdo (Asset backed securities collateralized debt obligation) ossia di obbligazioni emesse a fronte di crediti derivanti da cartolarizzazioni garantite da asset sottostanti (in questo caso le ipoteche e le case che le garantiscono). In altri termini le banche, con l'emissione di queste obbligazioni, hanno spalmato sul mercato degli investitori istituzionali e retail il rischio derivante dalle proprie esposizioni sui mutui subprime. In un secondo momento le insolvenze delle famiglie incapaci di pagare le rate crescenti del proprio mutuo ad alto rischio hanno generato una catena di perdite a vari livelli e si sono ripercorse sugli investitori che avevano acquistato le obbligazioni derivanti da queste cartolarizzazioni. In questo modo dalle famiglie le insolvenze si sono

¹⁴¹ Si parlerà nello specifico nei prossimi paragrafi

spostati sui mercati e hanno generato le forti perdite delle borse mondiali a cavallo della crisi dei mutui ad alto rischio.

3.1 Subprime e cartolarizzazione



Fonte: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mutuisubprime.htm>

Con la deregolamentazione¹⁴², tuttavia, vengono introdotti nuovi tipi di prodotti finanziari chiamati collateralized debt obligations (Cdo). Definito dal celebre investitore americano Warren Buffet¹⁴³ come un'arma di distruzione di massa, il Cdo consiste in prestiti obbligazionari (una forma di finanziamento a lungo termine) creati fondendo una serie di prodotti finanziari venduti ad investitori internazionali. Durante quel periodo, numerosi mutui subprime ad alto rischio furono “impacchettati” all'interno dei Cdo trattati dalle borse mondiali. Le banche, inizialmente¹⁴⁴, non si rendono conto dell'elevato grado di insolvenza dei mutui subprime perché essi sono stati quasi tutti cartolarizzati, cioè impacchettati in obbligazioni (Asset backed securities, Abs) vendute a investitori istituzionali. Per diluire il rischio, gran parte di questi Abs sono stati, a loro volta, impacchettati in altre obbligazioni (i Collateralised debt obligation, Cdo). Molte banche acquistano i bond delle cartolarizzazioni attraverso società veicolo fuori bilancio, chiamate Conduit e Siv (create dalle banche per ridurre il capitale di rischio proprio) le quali acquistano i bond per effetto leva indebitandosi in modo esponenziale. Quando scoppia¹⁴⁵ la bolla immobiliare Usa tutti cercano di

¹⁴² <https://www.orizzontipolitici.it/la-crisi-del-2008-le-cause-ma-soprattutto-gli-effetti/>

¹⁴³ Guru della finanza e uno dei più ricchi al mondo

¹⁴⁴ http://www.impresaoggi.com/it/d_ec.asp?cacod=278

¹⁴⁵ Si parlerà di cosa è successo durante la crisi nel prossimo paragrafo

sbarazzarsi di Abs e di Cdo, i prezzi crollano anche più dell'80% e inizia a manifestarsi il panico nelle borse mondiali. Le società veicolo che con la leva avevano moltiplicato i guadagni ora moltiplicano le perdite e le banche devono intervenire per salvarle inglobando le loro perdite. Complessivamente in pochi mesi le banche sono costrette a svalutare più di 500 miliardi di dollari di obbligazioni "spazzatura".

3.2: Crisi

Dopo l'analisi della situazione immobiliare e finanziaria, prima dello scoppio della crisi e dei strumenti finanziari che hanno favorito ciò, questo paragrafo, analizzerà cosa è successo e cosa ha comportato la crisi dei mutui subprime. Con¹⁴⁶ il 2006 cominciarono i problemi strutturali. Le rate dei mutui cominciarono a diventare molto più care¹⁴⁷ per molte persone, non potendo più pagare, videro la propria casa pignorata. Il valore delle case cominciò a scendere rapidamente e con esso il valore degli strumenti finanziari collegati ad esso, che subirono un crollo verticale in seguito alle continue vendite da parte dei risparmiatori in cerca di salvezza. Le istituzioni¹⁴⁸ finanziarie più coinvolte nell'erogazione dei mutui subprime registrarono pesanti perdite. A partire da luglio 2007 e per tutto il 2008, inoltre, si susseguirono vari declassamenti del merito di credito (downgrading) di titoli cartolarizzati da parte delle agenzie di rating. Tali titoli, ormai ampiamente diffusi sul mercato, persero ogni valore e diventarono

¹⁴⁶ <https://www.startingfinance.com/approfondimenti/crisi-del-2008-due-minuti/>

¹⁴⁷ Mutui indicizzati al tasso di interesse della banca centrale, che si alzò dal 1 al 5 %

¹⁴⁸ <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>

illiquidabili, costringendo le società veicolo a chiedere fondi alle banche che li avevano emessi e che avevano garantito linee di liquidità. Alcune banche, tuttavia, non furono in grado di reperire la liquidità necessaria per soddisfare tali richieste, poiché nessun istituto finanziario era disposto a fare loro credito. In un contesto di scarsa chiarezza circa la distribuzione dei titoli strutturati nel sistema finanziario, infatti, il mercato interbancario sperimentò un forte aumento dei tassi e una significativa contrazione della disponibilità delle banche a concedere credito ad altri istituti finanziari. Dalla crisi di fiducia si sviluppò dunque una crisi di liquidità. Le banche subirono pesanti perdite non solo per l'esposizione verso le società-veicolo, ma anche per le esposizioni verso soggetti colpiti dalla crisi (ad esempio, i fondi che avevano investito nei titoli cartolarizzati), ovvero il possesso diretto di titoli strutturati per motivi di investimento. Tali circostanze condussero alcuni tra i maggiori istituti di credito statunitensi verso il fallimento, evitato grazie all'intervento del Tesoro di concerto con la FED. La banca di investimento Lehman Brothers¹⁴⁹, tuttavia, non ricevette aiuti statali o supporto da soggetti privati e avviò le procedure fallimentari il 15 settembre 2008. L'insolvenza della banca d'affari americana Lehman Brothers innescò una nuova fase di intensa instabilità. La decisione delle Autorità americane di lasciare fallire una grande istituzione finanziaria, con un'ampia e rilevante operatività al di fuori degli Usa,

¹⁴⁹ TARP, il fondo di salvataggio per le banche varato nel 2008 dal governo Bush

scosse profondamente la fiducia degli operatori alimentando un clima di fortissima tensione e incertezza sui mercati. Il default Lehman Brothers generò preoccupazioni diffuse sulla solidità di altre banche d'affari e timori per gli effetti dell'esposizione verso questi istituti di tutti gli altri partecipanti al mercato. Il brusco aumento del rischio di controparte percepito dagli operatori determinò una nuova drastica riduzione della liquidità sul mercato dei depositi interbancari e un aumento dei tassi a breve termine, nonostante le banche centrali, come si dirà di seguito, avessero già avviato massicce iniezioni di liquidità. La crisi apparve sempre più nella sua natura sistemica, con turbolenze senza precedenti che si estesero dal mercato dei prodotti strutturati ai mercati azionari, in particolare ai titoli delle società del settore finanziario, e progressivamente all'intero sistema finanziario evidenziando un elevato grado di interconnessione. Per effetto dell'esposizione diretta o indiretta delle banche di alcuni paesi europei al fenomeno dei mutui subprime, il contagio si estese anche all'Europa. In breve tempo, la crisi dei mutui subprime si trasferì all'economia reale statunitense ed europea, provocando una caduta di reddito e occupazione. A tale caduta concorsero la restrizione del credito bancario a famiglie e imprese, il crollo dei mercati azionari e dei prezzi delle abitazioni (cosiddetto effetto ricchezza) e il progressivo deterioramento delle aspettative di famiglie e imprese, con conseguenti ripercussioni su consumi e investimenti. Le interdipendenze

commerciali tra paesi, infine, comportarono una pesante riduzione del commercio mondiale. L'aggravarsi della crisi spinse il governo americano a intervenire con un piano di salvataggio del sistema finanziario e dei grandi istituti di credito statunitensi, articolato sia in operazioni di nazionalizzazione sia in programmi di acquisto di titoli privati. Durante il biennio 2007-2009, il programma di acquisto di titoli cartolarizzati Tarp (Troubled asset relief program), la cui ampiezza era inizialmente fissata a 700 miliardi di dollari, raggiunse complessivamente 7.700 miliardi di dollari e comportò immissione di liquidità sul mercato bancario a tassi prossimi allo zero dalla FED a sostegno di banche e compagnie di assicurazione. In Europa, la crisi toccò per prima Northern Rock, quinto istituto di credito britannico specializzato nei mutui immobiliari, oggetto a metà settembre del 2007 di una corsa agli sportelli. La Banca centrale britannica procedette alla nazionalizzazione dell'istituto, impegnando circa 110 miliardi di sterline. A questo intervento ne seguirono altri, anche nella forma di ricapitalizzazioni e acquisti di obbligazioni a sostegno di varie banche in crisi. Consistenti piani di salvataggio per istituti di credito in difficoltà vennero predisposti da Belgio, Danimarca, Francia, Germania, Grecia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Svezia. Nel complesso gli aiuti erogati dai governi alle banche dei rispettivi sistemi nazionali raggiungono i 3.166 miliardi di euro in Europa, sotto forma di garanzie (2.443 miliardi), ricapitalizzazioni (472 miliardi) e linee di credito e prestiti (251 miliardi

a dicembre 2013). I salvataggi bancari accrebbero in modo significativo il debito pubblico dei paesi coinvolti, gettando i presupposti per la cosiddetta crisi del debito sovrano¹⁵⁰. Oltre agli interventi pubblici di salvataggio e nazionalizzazione di alcuni istituti in maggiore difficoltà, in molte giurisdizioni, i securities regulators (la Consob tra i primi) hanno attivato misure di intervento urgenti, come il divieto di vendite allo scoperto di titoli azionari. Alla luce di tali vicende successivamente è stato adottato un Regolamento europeo in materia, in vigore dal novembre 2012. La crisi ha messo in discussione¹⁵¹, inoltre, la capacità di tenuta di quasi tutti i comparti della regolamentazione del sistema finanziario, da quella sui requisiti di capitale a quella sui principi contabili, per l'attitudine a creare un sistema di incentivi distorto e deresponsabilizzante. È emersa, inoltre, la necessità di rivedere l'approccio tradizionalmente improntato all'autodisciplina in alcuni settori del mercato finanziario (tra i quali quello relativo ad agenzie di rating¹⁵², fondi speculativi e mercati cosiddetti over the counter), e di dettare standard più vincolanti in materia di governance delle imprese, soprattutto per ciò che riguarda le politiche di remunerazione dei manager e di gestione dei rischi. Gli eventi occorsi hanno messo in evidenza, infine, la necessità di una riforma degli assetti

¹⁵⁰ Uno degli argomenti di analisi del prossimo paragrafo

¹⁵¹ Riguardo le nuove regolamentazioni, sarà trattato nel prossimo paragrafo

¹⁵² Penultimo capitolo, si tratterà nello specifico le agenzie di rating

istituzionali della supervisione finanziaria in Europa e negli Usa. Da queste riflessioni, a seguito di ampio e articolato dibattito, in Europa è stata disegnata una nuova architettura istituzionale volta a promuovere regole armonizzate e prassi uniformi di vigilanza e applicazione delle norme. I due fattori¹⁵³ scatenanti della crisi statunitense sono stati il crescente debito privato e la facilità con cui i mutui subprime venivano concessi. Secondo alcuni studiosi, insieme agli effetti della deregolamentazione e le colpe delle agenzie di rating, tra le cause della crisi si annidano anche alcuni tratti sociali caratteristici della società americana tra 1989 e 2008. La “malattia” che ha colpito i consumatori statunitensi di quel ventennio è stata spesso definita una vera e propria “bulimia dei consumi”, ovvero un fenomeno causato dalla grande disponibilità di liquidi che caratterizzava l’epoca, spingendo i piccoli consumatori a spendere ben oltre le proprie possibilità, indebitandosi irrimediabilmente. Si può ricollegare allo scenario macroeconomico degli Usa nel 2008 anche il paradosso della felicità. Tale paradosso consiste nello studio della relazione tra felicità e reddito: all’aumentare del reddito la felicità aumenta progressivamente, ma solamente fino a raggiungere una determinata soglia, per poi iniziare addirittura a diminuire, rendendo la correlazione tra Pil e benessere umano negativa. La principale causa di questa correlazione negativa è il cosiddetto “Hedonic Treadmill” (“Tapis Roulant Edonistico”) che consiste

¹⁵³ <https://www.orizzontipolitici.it/la-crisi-del-2008-le-cause-ma-soprattutto-gli-effetti/>

principalmente nella capacità degli esseri umani di adattarsi facilmente a nuovi standard di vita in seguito ad un incremento del reddito, diminuendo gli effetti positivi di un aumento delle proprie possibilità economiche. La crisi del 2008 non porta solamente esorbitanti danni economici agli Usa e al mondo, ma inaugura una nuova stagione della democrazia occidentale, sempre più fondata sul rimarcare la divisione tra quelle classi sociali “sopravvissute” alla crisi, e quelle invece danneggiate dalle dinamiche della globalizzazione che hanno portato al crollo del 2008. Il grave colpo subito dall’economia statunitense (che è stata certamente in grado di recuperare, ma al costo di grandi indebitamenti e soprattutto con un grande danno di immagine e credibilità), ha dato poi ulteriore slancio all’emergere della Cina come prima economia mondiale. Aprendo, una parentesi riguardo, una delle maggiori vittime della crisi, cioè la Lehman Brothers. il 12 giugno 2008¹⁵⁴ quando Lehman pubblicò i risultati del secondo trimestre, chiuso con una perdita di 2,8 miliardi di dollari, la prima dal 1994, l’anno della quotazione. Vedendo quei numeri, e dopo quello che era successo a marzo a un’altra banca d’affari, Bear Stearns, salvata dal fallimento solo grazie all’intervento di Jp Morgan, alcuni grandi partner che facevano business con Lehman Brothers (come Natixis, Citigroup, alcuni fondi pensioni e altre banche asiatiche) decisero di ridurre la

¹⁵⁴ https://www.repubblica.it/economia/2018/09/12/news/la_vera_storia_del_fallimento_lehman-205828602/

propria esposizione verso la banca. Un mese dopo, il 10 luglio, anche Federated Investor e Dreyfus comunicano a JpMorgan, la banca depositaria di Lehman, che non hanno più intenzione di avere rapporti con la banca, un duro colpo perché loro erano tra le controparti che finanziavano Lehman nel breve periodo attraverso i pronti contro termine. Erano tra coloro che assicuravano la liquidità della banca. In quella riunione di settembre presso la Fed, tre giorni prima del crac, tutti i banchieri sapevano cosa stesse accadendo sui mercati e, nonostante i pareri discordi sulla solvibilità di Lehman, tutti erano convinti di una cosa, che gli asset immobiliari della banca fossero sopravvalutati: non valevano i 54 miliardi di dollari iscritti a bilancio, quel valore sembrava a tutti esagerato. Se quegli asset fossero stati valutati anche solo la metà (il che era uno scenario probabile), con una perdita quindi di 27 miliardi, il capitale di 28 miliardi di Lehman si sarebbe di fatto azzerato, come temeva la Fed. L'amministratore delegato di Bank of America, Ken Lewis, in un messaggio inviato al segretario del Tesoro del governo Bush, Henry Paulson, qualche giorno prima che Lehman dichiarasse bancarotta e quando ancora Bank of America stava valutando se acquistare Lehman con il supporto del Tesoro, scrisse che non solo gli asset immobiliari, ma anche tutti gli altri erano sopravvalutati di almeno 60-70 miliardi. Lehman aveva cercato di ridurre il suo portafoglio immobiliare e di raccogliere nuovo capitale, ma dopo il fallimento di Bear Stearns lo si poteva fare solo a prezzi di saldo, sempre se si

fosse riuscito a trovare qualche compratore. Lehman era in teoria solvente nei numeri, ma aveva finanziato i suoi asset con una forte leva, cioè con poco capitale e molto debito e soprattutto attraverso finanziamenti a breve termine. Lo avevano fatto tutte le banche d'affari, ma l'azzardo di Lehman era stato superiore a tutti. Con il venir meno dei finanziatori, la fuga in atto da qualche mese, la sua sopravvivenza era a rischio, perché non poteva più contrarre nuovi debiti per pagare quelli in scadenza. L'amministratore delegato di Lehman Brothers, Richard Fuld, aveva invece sostenuto sempre davanti alla Commissione che la sua banca era solvente. Per il numero uno di Lehman Brothers si trattava solo di una crisi di fiducia da parte del mercato, tanto da sostenere che anche il fallimento della stessa Bear Stearns fosse stato generato dalle continue voci negative e da una crisi di fiducia che aveva provocato a sua volta una crisi di liquidità, per di più in uno scenario di Borsa in cui gli speculatori scommettevano sul ribasso del titolo. Il presidente della Federal Reserve, Ben Bernanke, era invece convinto che le cose stessero diversamente e non ha mai aperto nessuna inchiesta sulle vendite allo scoperto relative ai fallimenti delle due banche: "Io credo che Lehman avesse un buco di bilancio". E come lui la pensavano, e non erano persone da poco per un eventuale salvataggio di Lehman, il presidente della Federal Reserve di New York, Timothy Geithner, il segretario del Tesoro, Henry Paulson, e il presidente della Sec, l'Autorità che vigila sui mercati Usa, Christopher Cox. I massimi

esponenti dell'economia e della finanza a stelle e strisce erano uniti nel sostenere che si trattasse di un buco davvero grande: "Lehman non è solo a corto di liquidità, ma è addirittura insolvente", sostenne Bernanke davanti alla commissione di inchiesta. Alla fine, prevalse la loro linea, ovvero che quel buco fosse troppo grande per essere coperto. Nessuno acquistò Lehman e non si trovò nemmeno un accordo per salvarla. Il 15 settembre Lehman Brothers portò i libri in tribunale, mentre fu predisposto un piano per salvare le altre banche d'affari Usa. Il 14 settembre, un giorno prima del fallimento, Bank of America fu dirottata ad acquistare Merrill Lynch, indicata come la prossima vittima dopo Lehman. Il 22 settembre, invece, la Fed permise a Morgan Stanley e Goldman Sachs di trasformarsi in banche commerciali, con la possibilità quindi di accedere alla liquidità erogata dalla stessa Fed, una possibilità che a Lehman Brothers fu negata. Nel giro di un week end di fatto sparirono tutte le banche d'affari Usa. Fu Geithner della Fed di New York a dire a Fuld che nemmeno la trasformazione della banca avrebbe risolto "i problemi di liquidità e di capitale". Anche lo Stato, che una settimana prima, il 7 settembre, aveva nazionalizzato Fannie Mae e Freddie Mac, i due colossi del credito immobiliare crollati sotto i colpi dei mutui subprime, e che il giorno dopo il fallimento di Lehman decise di investire 85 miliardi di dollari per salvare dalla bancarotta il colosso assicurativo Aig, non volle sobbarcarsi l'onere di salvare la banca d'affari, perché, come Bernanke

spiegò alla commissione di inchiesta, se anche il Tesoro avesse messo i fondi, Lehman sarebbe fallita lo stesso, con l'aggravio che si sarebbero spesi inutilmente i soldi dei contribuenti americani. Lasciar fallire Lehman significava dimostrare che nessuno era "to big to fail", troppo grande per fallire, una grandezza che però aveva permesso di soprassedere alle regole di buon governo. Con operazioni finanziarie al limite della legalità e lo sconsiderato ricorso al debito, i banchieri delle grandi banche d'affari avevano incassato milioni di dollari. Richard Fuld¹⁵⁵ tra il 2000 e il 2007 aveva ricevuto da Lehman, tra stipendio, bonus e azioni, quasi mezzo miliardo di dollari. La politica e le istituzioni non lo volevano più permettere.

¹⁵⁵ Ad di Lehman Brothers

3.3: Post 2008

Il 2008, ha portato molti disagi a livello economico, finanziario e sociale. L'analisi del paragrafo precedente ha evidenziato tutto ciò. Adesso, si vedrà il post della crisi, a cominciare dalle misure americane a quelle europee¹⁵⁶. Riguardo il contesto americano. Il Troubled¹⁵⁷ Asset Relief Program, o TARP, era un programma economico statunitense progettato per scongiurare i mutui e la crisi finanziaria della nazione, nota come la Grande Recessione. Firmato il 3 ottobre 2008 dal presidente George W. Bush, il TARP ha consentito al Dipartimento del Tesoro di pompare denaro in banche e altre attività in fallimento acquistando beni e azioni. L'idea era di stabilizzare il mercato, alleviare il debito dei consumatori e

¹⁵⁶ Si analizzerà anche la crisi del debito sovrano

¹⁵⁷ <https://www.history.com/topics/21st-century/troubled-asset-relief-program#:~:text=Signed%20on%20October%203%2C%202008,and%20bolster%20the%20auto%20industry.>

rafforzare l'industria automobilistica. Definito da alcuni come un "salvataggio bancario", TARP ha suscitato elogi e critiche. Mentre investitori, politici e cittadini americani erano in preda al panico, i funzionari del governo hanno discusso e dibattuto modi per rallentare il caos economico e ripristinare la stabilità finanziaria. Nell'ottobre 2008, l'Emergency Economic Stabilization Act del 2008 è stato firmato in legge dal presidente George W. Bush. TARP è nato da questo atto, inizialmente proposto dal segretario al Tesoro Henry Paulson. L'obiettivo di TARP era quello di riparare la situazione finanziaria delle banche, rafforzare la stabilità generale del mercato, migliorare le prospettive dell'industria automobilistica statunitense e sostenere i programmi di prevenzione della preclusione. I fondi TARP sono stati utilizzati per acquistare azioni di imprese e istituzioni finanziarie in dissesto. Il Dipartimento del Tesoro ha anche utilizzato il denaro TARP per acquistare azioni o concedere prestiti ad altri gruppi e imprese. In tutto, TARP ha creato 13 diversi programmi. Il programma era originariamente autorizzato a spendere \$ 700 miliardi, ma tale importo è stato ridotto a \$ 475 miliardi quando un altro disegno di legge, il Dodd-Frank Act, è stato firmato in legge nel 2010. Il 14 ottobre 2008, il Dipartimento del Tesoro ha annunciato che avrebbe utilizzato fino a \$ 250 miliardi di fondi TARP per creare il Capital Repurchase Program. Con questa iniziativa, il governo degli Stati Uniti ha

acquistato azioni privilegiate in otto grandi banche¹⁵⁸. Una delle principali critiche al TARP era incentrata sul compenso dei dirigenti e sui bonus che venivano pagati ai dirigenti in un momento in cui le loro società richiedevano fondi di salvataggio. I critici hanno sostenuto che questi "bonus TARP" non avrebbero dovuto essere pagati alle aziende che utilizzavano il denaro dei contribuenti per recuperare finanziariamente. Le aziende, invece, sostenevano di aver bisogno di bonus per attrarre e mantenere dipendenti di talento. Nel marzo 2008, la Camera ha approvato un disegno di legge che prevedeva una tassa del 90% sui bonus guadagnati durante il 2008 per le banche che hanno ricevuto 5 miliardi di dollari o più di fondi TARP. TARP è effettivamente scaduto il 3 ottobre 2010, due anni interi dopo il suo inizio. Nel 2014, il governo degli Stati Uniti ha registrato un profitto di 15,3 miliardi di dollari grazie al TARP. Tuttavia, alcuni esperti finanziari affermano che l'inflazione e altri fattori, come il modo in cui i fondi sono stati rimborsati, rendono il profitto sul TARP meno significativo di quanto sembri. Quanti soldi sono stati rimborsati è difficile da monitorare. Il governo ha dedicato fondi di salvataggio a 975 beneficiari che hanno ricevuto un totale di 439 miliardi di dollari. Le stime mostrano che sono stati restituiti circa 390 miliardi di dollari. La grande diffusione dei titoli tossici subprime (spesso nascosti in strumenti finanziari molto più complessi) e l'interconnessione del sistema

¹⁵⁸ Le otto grandi banche di investimento enunciate nel capitolo precedente

finanziario globale fecero fallire istituti di credito fino ad allora considerati “too big to fail” e allargarono presto la Crisi oltre i confini nazionali. In tutto il mondo l'ondata di sfiducia si tradusse in una crisi del credito, che a sua volta causò crolli di borse, consumi, investimenti e crescita. La situazione drammatica portò la FED a rivedere le sue scelte passate. L'intervento fu tempestivo e massiccio. Poco dopo il crollo del colosso Lehman Brothers nel settembre 2008, la FED attuò misure monetarie di quantitative easing¹⁵⁹ (acquisto di titoli molti dei quali tossici sul mercato, stampando moneta), talmente espansive da iniettare negli istituti di credito quasi 7.700 miliardi \$ a tasso prossimo allo zero. Il ffr¹⁶⁰ sfiorò infatti lo 0% ad inizio 2009 dall'oltre 5% del 2007. La mossa si rivelò un successo, tanto che gli Stati Uniti uscirono dalla Grande Recessione già alla fine del 2010. Solo a fine del 2015, quando l'obiettivo chiave della FED di un tasso di disoccupazione soddisfacente è stato centrato, si è avviato il processo di normalizzazione del bilancio, che si era gonfiato smisuratamente dopo i molteplici interventi di quantitative easing. Il tasso di riferimento fu aumentato di 25 punti base (dallo 0-0,25 allo 0,25-0,5%). Terminata l'analisi americana, adesso si analizzerò il quadro europeo. In Europa¹⁶¹, la crisi toccò per prima Northern Rock, quinto istituto di

¹⁵⁹ Applicato poi anche dalla Bce più tardi rispetto alla Federal Reserve, cioè nel 2015

¹⁶⁰ Indice applicato dalla Federal Reserve

¹⁶¹ <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>

credito britannico specializzato nei mutui immobiliari, oggetto a metà settembre del 2007 di una corsa agli sportelli. La Banca centrale britannica procedette alla nazionalizzazione dell'istituto, impegnando circa 110 miliardi di sterline. A questo intervento ne seguirono altri, anche nella forma di ricapitalizzazioni e acquisti di obbligazioni a sostegno di varie banche in crisi. Consistenti piani di salvataggio per istituti di credito in difficoltà vennero predisposti da Belgio, Danimarca, Francia, Germania, Grecia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Svezia. Nel complesso gli aiuti erogati dai governi alle banche dei rispettivi sistemi nazionali raggiungono i 3.166 miliardi di euro in Europa, sotto forma di garanzie (2.443 miliardi), ricapitalizzazioni (472 miliardi) e linee di credito e prestiti (251 miliardi; dati MBRES a dicembre 2013). Riguardo la politica monetarie europea, cioè le misure prese da parte della Bce. Si analizzerà in ordine cronologico le varie misure¹⁶². La prima, Le Longer¹⁶³ Term Refinancing Operation, in sigla LTRO, sono delle operazioni di mercato aperto condotte dalla Banca centrale europea per la gestione dei tassi di interesse e della liquidità nell'Eurozona. Si tratta di uno strumento di gestione del denaro a breve basato sull'acquisto o la vendita di un bene con l'obbligo di una restituzione/reincasso (più interesse pattuito) a termine. In altri termini la vendita o l'acquisto di liquidità a determinate condizioni

¹⁶² Oltre a queste misure sono state applicati tagli ai tassi di interesse

¹⁶³ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/le-longer-term-refinancing-operation193.htm>

permettono alla banca centrale di regolare la liquidità generale del sistema. Questo strumento ha fornito circa mille miliardi di euro in finanziamenti di breve a un tasso dell'1% alle banche europee tra la fine del 2011 e i primi mesi del 2012. Il Securities Market Programme¹⁶⁴, invece è stato un programma di acquisto sul mercato secondario dei Paesi più colpiti dalla crisi i cui rendimenti erano diventati troppo onerosi, avviato nel 2010. Obiettivo era ristabilire appropriati meccanismi di trasmissione della politica monetaria, per arrivare a stabilizzare i prezzi. L'OMT¹⁶⁵, predecessore del QE¹⁶⁶, che diede sostanza al “whatever it takes”¹⁶⁷ lanciato da Draghi nel 2012 e il successore dell'Smp. Consiste nell'acquisto di titoli di un paese in difficoltà, scatta su richiesta del governo interessato e prevede condizioni piuttosto severe. Non è mai stato attivato. Il TRTO, dopo la LTRO, la Bce ha varato un'analogia forma di rifinanziamento, in questo caso targeted (da cui la “T” nella sigla), la liquidità veniva concessa alle banche solo a condizione che

¹⁶⁴ Sole 24 Ore, Isabella Bufacchi, articolo del 15-06-2018, pag 3.

¹⁶⁵ Outright monetary transaction

¹⁶⁶ Quantitative easing

¹⁶⁷ Celebre frase di Mario Draghi, che avrebbe fatto intendere che avrebbe fatto qualunque cosa per salvare il sistema monetario europeo

fosse usata per concedere crediti alle imprese non finanziarie¹⁶⁸. Infine, nel 2015, ecco il famoso Quantitative Easing europeo. A rigore la Bce non ha mai lanciato e non ha mai parlato di quantitative easing, ma di Asset Purchase programme (App), cioè acquisto di titoli pubblici e privati, dalle banche allo scopo di liberare “spazio” nei bilanci e incentivare così la concessione del credito. Ora si vedrà una delle conseguenze in Europa della crisi del 2008, cioè la crisi del debito sovrano. La¹⁶⁹ crisi del debito sovrano nell'Area euro trova le sue radici nella crisi del settore dei mutui residenziali statunitensi. In seguito alla crisi subprime, infatti, numerosi istituti di credito europei hanno sperimentato gravi difficoltà e sono stati salvati da interventi pubblici. Questi ultimi hanno esacerbato gli squilibri di finanza pubblica dei Paesi più vulnerabili, concorrendo a provocare una contrazione del Pil a livello globale dell'uno per cento circa nel 2009. In particolare, mentre i principali paesi in via di sviluppo hanno sperimentato una significativa riduzione dei propri tassi di crescita, i paesi industrializzati hanno registrato una variazione del prodotto interno lordo negativa. Per l'Italia la contrazione del prodotto nel 2009 è risultata prossima al 5 per cento, configurando

¹⁶⁸ Questo strumento nasce poiché con il precedente LTRO, si dimostrò che molti di questi finanziamenti furono investiti in titoli di stato e borsa da parte delle banche piuttosto che concedere prestiti all'economia reale

¹⁶⁹ <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011>

una delle più gravi recessioni dal dopoguerra. Nell'imminenza dello scoppio della crisi del debito sovrano, i paesi dell'eurozona presentavano differenze significative nelle condizioni di finanza pubblica e nel tasso di crescita. I cosiddetti Paesi core (come la Germania) si connotavano per livelli contenuti del debito pubblico e per un'attività economica più solida, mentre i cosiddetti Paesi PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna), o "periferici", si caratterizzavano per una maggiore vulnerabilità legata a dinamiche non sostenibili del debito pubblico, dovuta all'indebitamento accumulato negli anni, all'incremento incontrollato del deficit e a bassi tassi di crescita del PIL e, non ultimo, agli oneri delle operazioni di salvataggio degli istituti bancari in crisi. Nonostante tali differenze, nel 2010 l'Area euro ha beneficiato della ripresa economica che ha interessato le principali economie avanzate, sebbene con ritmi e modalità eterogenei tra paesi e aree geografiche: i tassi di crescita del Pil hanno raggiunto i valori pre-crisi negli Stati Uniti e in Germania, ma si sono mantenuti a livelli significativamente inferiori nel Regno Unito e in molti paesi dell'Area euro (tra i quali l'Italia). Il dissesto dei conti pubblici della Grecia, reso noto nell'ottobre 2009, ha segnato, tuttavia, il passaggio a una nuova fase della crisi, quella del debito sovrano, interrompendo la ripresa già incerta. La crisi ha avuto epicentro nei paesi periferici dell'eurozona (Portogallo, Irlanda e Grecia) per poi estendersi nel corso del 2011 a Spagna e Italia. Nel corso del 2010, a maggio in particolare, i paesi dell'Eurozona e il FMI

hanno approvato un prestito di salvataggio per la Grecia di 110 miliardi di euro (30 da parte del FMI). Successivamente, nel mese di novembre, è emersa la crisi del sistema bancario irlandese: il Governatore della banca centrale irlandese ha rivelato che le perdite delle banche domestiche ammontavano a 85 miliardi di euro (pari al 55% del PIL) e le istituzioni europee con la partecipazione del FMI hanno approvato un piano di sostegno per un ammontare pari a 85 miliardi di euro. A maggio 2011, UE, BCE e FMI (la cosiddetta Troika) hanno concesso un prestito di 78 miliardi di euro anche al Governo portoghese. Le tensioni di questi paesi si sono riflesse immediatamente su tutti i principali mercati finanziari, ove si sono registrati cali di ampie dimensioni, in alcuni casi comparabili a quelli verificatisi nel corso della crisi del 1929. Le maggiori agenzie di rating hanno inoltre abbassato il merito di credito di diversi paesi europei e, conseguentemente, di diverse banche con sede in tali paesi o con consistenti esposizioni in titoli pubblici di paesi in difficoltà, amplificando in molti casi le turbolenze sui mercati.

Il comparto dei titoli bancari, in ragione dei profondi legami con il settore pubblico, è risultato quello maggiormente esposto al contagio, tanto da far registrare, nel 2011, un ribasso superiore a quello degli altri comparti in tutte le economie avanzate. Gli effetti della crisi hanno poi trovato nelle dinamiche connesse alle concessioni di credito bancario un veloce canale di trasmissione verso l'economia reale: a partire dall'inizio del 2009 si sono registrati, infatti, forti

segnali di irrigidimento degli standard di concessione del credito da parte del sistema bancario sia in Europa sia negli Usa. I dati segnalavano evidenze sia del cosiddetto razionamento in senso forte, consistente in un vero e proprio rifiuto di accordare nuovi finanziamenti, sia del cosiddetto razionamento in senso debole, consistente nella concessione di finanziamenti a condizioni tanto onerose da indurre il debitore a rifiutare l'offerta di credito. Le manovre di contenimento della spesa (cosiddetta austerità) attuate, prima dai Governi degli Stati in difficoltà e poi da tutti gli Stati membri dell'Unione, hanno infine concorso a rallentare la crescita inducendo, in alcuni casi, una vera e propria recessione. La crisi si è manifestata in tutta la sua gravità a partire dai primi giorni di luglio 2011, quando ha investito anche l'Italia (terza economia dell'Unione) e in minor misura la Spagna (quarta economia dell'Unione). Con riferimento all'Italia, il rendimento dei Btp decennali ha raggiunto livelli prossimi al 7 per cento, con il conseguente innalzamento del costo complessivo di rifinanziamento del debito pubblico. Il differenziale di rendimento rispetto al Bund tedesco (il cosiddetto spread) è passato in pochi mesi da valori inferiori ai 200 punti base a valori superiori ai 500 punti base (570 punti nel mese di novembre). Un ampliamento così consistente dello spread¹⁷⁰ è stato il risultato dell'effetto combinato da un lato dell'incremento della percezione del rischio sovrano italiano e dall'altro della preferenza degli investitori verso i titoli

¹⁷⁰ Differenziale di rendimento tra i Btp italiani e i Bund tedeschi

tedeschi, considerati più sicuri (cosiddetto flight to quality). Tutt'altro che trascurabile è risultata, inoltre, la componente legata all'effetto contagio, ossia la quota di spread che non deriva dalla situazione macroeconomica e di finanza pubblica del singolo paese, ma dalla "crisi di fiducia" degli operatori di mercato. Come mostra uno studio della Consob del 2012, a partire dalla crisi finanziaria del 2007-2008, alcuni paesi europei hanno sperimentato una crescente penalizzazione registrando differenziali di rendimento dei relativi titoli pubblici rispetto al Bund tedesco, sempre meno guidati dall'andamento dei fondamentali economici e fiscali e sempre più legati a fenomeni di contagio. Per l'Italia ciò ha comportato una penalizzazione costante e progressivamente crescente con l'aggravarsi della crisi, fino a raggiungere, nella prima metà del 2012, un sovrapprezzo sui rendimenti dei suoi titoli stimabile in circa 180 punti base. L'Unione europea è intervenuta, in momenti diversi, tramite il Fondo europeo di stabilità finanziaria (FESF) costituito dai membri dell'Area euro nel 2010 al fine di aiutare gli Stati membri in difficoltà, fornendo prestiti, ricapitalizzando banche e comprando titoli di debito sovrano. Tali iniziative hanno determinato un'attenuazione solo temporanea delle tensioni sul debito sovrano europeo, apparendo agli operatori di mercato come interventi poco risolutivi. Le forti pressioni sui titoli bancari europei e le condizioni di crescente stress sul mercato interbancario hanno poi spinto la BCE ad adottare una serie di misure volte a sostenere la liquidità degli intermediari e a evitare che le

turbolenze dei mercati compromettessero il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Agli strumenti di rifinanziamento esistenti si sono affiancati le aste a scadenza annuale con soddisfacimento illimitato e l'acquisto di titoli di Stato della area euro sul mercato secondario. Negli anni gli interventi della BCE si sono fatti sempre più incisivi. Le due Long Term Refinancing Operations (LTROs) hanno avuto effetti positivi parziali e sono servite solo ad arginare la crisi. L'OMT di settembre 2012, con l'acquisto illimitato di titoli governativi, ha rappresentato un forte segnale da parte della BCE. Nel settembre 2014 la BCE ha assunto due misure straordinarie, il Targeted Long Term Refinancing Operation (TLTRO) e l'acquisto di titoli ABS e Covered Bond, misure attraverso le quali la BCE e gli organismi internazionali hanno dimostrato di avere ormai il polso della gravità della crisi. Le condizioni di mercato eccezionali generate dalla crisi del debito sovrano hanno ostacolato, tuttavia, la trasmissione all'economia reale delle azioni di stimolo adottate dalla BCE. In particolare, la frammentazione del mercato finanziario unico ha impedito alle misure di politica monetaria di generare un miglioramento delle condizioni di accesso al finanziamento per le banche dei paesi più esposti alla crisi. Inoltre, le tensioni che le banche hanno sperimentato sul fronte della redditività (in un contesto di bassi tassi di interesse), della provvista e del deterioramento degli attivi legato al peggioramento della qualità del credito, hanno ridotto la propensione degli istituti bancari a ridurre il

costo dei prestiti a famiglie e imprese. Nei primi mesi del 2015, i mercati azionari hanno beneficiato del miglioramento delle aspettative indotto dal programma di acquisto di titoli della BCE (EAPP, cosiddetto quantitative easing) approvato a gennaio e attivato all'inizio di marzo, che ha esteso il programma di acquisto sul mercato secondario di titoli emessi dal settore privato, in particolare ABS e covered bonds, anche ai titoli pubblici denominati in euro. Conseguentemente, il market sentiment degli investitori nell'Area euro (implicito nei rendimenti dei mercati azionari) è migliorato mostrando un netto rialzo e interrompendo la dinamica decrescente osservata a fine 2014, connessa alla debole crescita economica e alle pressioni deflazionistiche in atto. La durata del programma EAPP è sostanzialmente indeterminata. L'intervento, infatti, è destinato a durare almeno fino a quando l'inflazione non sarà tornata stabilmente su livelli prossimi all'obiettivo di medio periodo della BCE (ossia attorno al 2% annuo). Il programma prevede acquisti di titoli (pubblici e privati) fino a 60 miliardi di euro mensili per un ammontare complessivo di circa 1.140 miliardi di euro, di cui si stima 900 miliardi di titoli emessi da istituzioni pubbliche. La ripartizione degli acquisti per paese sarà fatta in proporzione del contributo delle banche centrali nazionali al capitale della BCE (mantenendo una certa flessibilità negli acquisti mensili) e riguarderà titoli con scadenze comprese fra 2 e 30 anni. Con riferimento all'Italia, in base alle prime operazioni effettuate dalla BCE sul mercato

secondario, si può stimare che l'acquisto di titoli pubblici si attesterà attorno ai 150 miliardi di euro (equivalente all'11,6% dei titoli in circolazione e al 30% circa delle emissioni previste per il biennio 2015-2016). Il quantitative easing, finalizzato a influenzare variabili finanziarie e reali attraverso il canale del tasso di interesse, ha una portata più ampia delle misure di politica monetaria che l'hanno preceduto, indirizzate principalmente al settore bancario e volte a ristabilire il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria all'economia attraverso il canale bancario (cosiddetto bank lending channel). In seguito all'annuncio dell'EAAP, i rendimenti del debito sovrano sono scesi a livelli eccezionalmente bassi in tutta l'area euro e su tutte le scadenze. Conseguentemente la percezione del rischio sovrano per i paesi dell'Eurozona si è notevolmente attenuata, come si rileva anche dall'andamento dei prezzi dei CDS sul debito pubblico e dai rating impliciti nelle quotazioni di mercato. Il calo dei rendimenti di titoli pubblici ridurrà la spesa per il servizio del debito e renderà più agevole la realizzazione delle misure di contenimento del deficit da parte dei paesi con maggiori squilibri di finanza pubblica.

3.4: Agenzie di rating e conflitto di interesse

Le agenzie¹⁷¹ di rating svolgono un ruolo molto importante in quanto classificano le varie emissioni obbligazionarie di varie società e in base al rischio di insolvenza

¹⁷¹ <http://www.investimenti-finanziari.it/utilita-delle-agenzie-di-rating-e-conflitti-di-interessi/>

viene emesso un rating. e tre principali agenzie di rating sono Standard & Poor's, Moody's, Fitch Ratings. Queste tre società coprono le principali emissioni dei titoli obbligazionari più importanti. Le agenzie di rating emettono giudizi e rating espressi in lettere e numeri, il rating migliore è la tripla A (AAA), il rating peggiore si ha con la lettera C o a volte con la lettera D che viene usata da Standard & Poor's e Fitch Ratings. Già con la lettera B si ha un debito con bassa probabilità che venga totalmente ripagato mentre con la lettera C si ha il pericolo di insolvenza. La valutazione fornita da queste prestigiose società di rating può essere molto utile per l'investitore in quanto si riesce a percepire meglio il grado di rischio dell'investimento tuttavia bisognerebbe prendere con le molle i giudizi delle agenzie di rating e non fare affidamento ciecamente al loro giudizio che, a volte, può non essere corretto. Occorre tuttavia ricordare che alcune società di rating possono avere conflitti di interessi¹⁷², avere direttamente, indirettamente o tra gli azionisti di riferimento la possibilità di effettuare compravendite sui mercati finanziari. Infine le stesse agenzie di rating, pur avendo ottimi uffici studi ed effettuando analisi approfondite, non sempre riescono a cogliere i reali rischi. Ad esempio fino a pochi giorni prima del fallimento di Lehman Brothers il rating di questo istituto di credito godeva di un buon giudizio. Di solito ad una migliore valutazione, ad esempio AAA, corrispondono tassi di interesse molto bassi sulle

¹⁷² In seguito sarà analizzato nello specifico

obbligazioni emesse. Più si scende di valutazione e più, tendenzialmente, i rendimenti effettivi delle obbligazioni crescono. Spesso sotto la lettera C i tassi sono ben superiori al 10% a causa del rischio di insolvenza o di default: quest'ultima categoria rappresenta titoli ad alto rischio e molto speculativi. Riguardo il conflitto di interessi all'interno delle tre "sorelle"¹⁷³ del rating. A influenzare¹⁷⁴ le decisioni dei tre colossi americani, secondo un'opinione sempre più diffusa tra esperti ed economisti di tutto il mondo, è un intreccio tra i proprietari delle agenzie, che spaziano da società di investimento a hedge fund speculativi e banche d'affari, ma anche grandi capitalisti come Warren Buffett e fondi pensione conservativi. A fare discutere è soprattutto la società di gestione del risparmio Capital World Investors, che ha puntato le stesse fiches, cioè circa 2,5 miliardi di dollari, su due cavalli: Moody's e McGraw Hill, il gruppo che controlla Standard & Poor's, quotato in Borsa e fondato nel 1884. Il presidente Harold III McGraw, secondo i dati forniti da Bloomberg, è anche azionista della società, insieme ad altre società finanziarie tra cui Vanguard, State Street, BlackRock e Morgan Stanley Investment. Per quanto riguarda Moody's, invece, tra i primi azionisti c'è Berkshire Hathaway, la holding dell'imprenditore miliardario Warren Buffett, insieme ad altre società finanziarie che possiedono

¹⁷³ Moodys, Standard & Poor's e Fitch

¹⁷⁴ <https://www.ilfattoquotidiano.it/2013/03/09/agenzie-rating/525210/>

anche una quota in Standard & Poor's. Fitch, invece, è controllata principalmente dal francese Fimalac e dal colosso dell'editoria americana Hearst. Presidente e direttore generale della società è l'imprenditore francese Marc Ladreit de Lacharriere, già a capo di numerosi colossi d'Oltralpe come Air France e France Telecom. L'accusa principale rivolta alle tre agenzie è che vengono remunerate dalle stesse aziende su cui sono chiamate a esprimere giudizi e che gli azionisti principali, soprattutto società finanziarie, si servono dei loro "voti" per acquistare prodotti finanziari, con il forte rischio di conflitti di interesse. Moody's, in particolare, è criticata per avere assegnato un rating di massima affidabilità, la cosiddetta tripla A, alla banca Lehman Brothers, fino alla vigilia della sua bancarotta che provocò la crisi finanziaria del 2008. Mentre Standard & Poor's è accusata di avere sopravvalutato alcuni titoli immobiliari, contribuendo in maniera determinante a scatenare la grande crisi. Standard & Poor's è finita sotto i riflettori anche in Italia quando, nel 2012, è stata messa sotto inchiesta dalla magistratura per avere manipolato il mercato azionario con dati falsi. Le agenzie¹⁷⁵ di rating sono state infatti regolamentate in maniera molto più severa dopo la crisi del 2008, quando proprio i conflitti d'interesse le portarono a dare giudizi troppo benevoli sulle cartolarizzazioni di mutui Usa. In Europa la nuova normativa è entrata in

¹⁷⁵ <https://www.ilsole24ore.com/art/fitch-conflitto-d-interessi-l-esma-multa-l-agenzia-rating-ABsPjqIB>

vigore nel 2010, con una serie di provvedimenti mirati proprio a gestire i conflitti d'interessi e a garantire l'integrità e la trasparenza dei processi di valutazione.

3.5: La grande scommessa

Film abbinato a questo capitolo, è “La grande scommessa”, che tratta di come degli investitori abbiano fiutato, cosa sarebbe successo nel 2008, cioè la crisi dei mutui, scommettendo contro il mercato immobiliare e così guadagnando molti

soldi. La Grande Scommessa¹⁷⁶ è un film di genere drammatico del 2015, diretto da Adam McKay, con Brad Pitt e Christian Bale. Uscita al cinema il 07 gennaio 2016. Durata 130 minuti e distribuito da Universal Pictures Italia. Tra il 2007 e il 2008 l'America è travolta da una crisi finanziari, provocata dal fallimentare mercato immobiliare che si regge sulla concessione di mutui ad alto rischio e alla vendita di obbligazioni che hanno come garanzia debiti difficilmente sanabili. Due anni prima del collasso finanziario, il manager Michael Burry (Christian Bale) analizza la situazione economica americana e si rende conto che la crisi è imminente. Ipotizzando che il crollo avverrà nel secondo trimestre del 2007, Burry decide di trarre profitto dal catastrofico evento con la creazione di un sistema di copertura del rischio di credito, che gli consenta di sfidare il mercato immobiliare. Nonostante la manovra di Burry sembri azzardata, il dirigente della Deutsche Bank Jared Vennett (Ryan Gosling) decide di investire nel progetto del manager. Vennett coinvolge il trader Mark Baum (Steve Carell) e il suo team e, quando il mercato crolla improvvisamente, l'uomo arriva a guadagnare una cifra spropositata. Mentre Burry incassa il 489% di utile, i due inesperti investitori Charlie Geller (John Magaro) e Jamie Shipley (Fin Wittrock) sono persuasi dalle parole di Vennett e decidono di aderire al sistema di rischio credito. Grazie all'aiuto dell'esperto banchiere Ben Rickert (Brad Pitt), Charlie e Jamie sono tra i

¹⁷⁶ <https://www.comingsoon.it/film/la-grande-scommessa/52899/scheda/>

pochi sopravvissuti al disastro finanziario. Disgustato dalla prospettiva di trarre profitto dalla bancarotta di milioni di famiglie americane, Rickert farà una scelta azzardata mentre gli investigatori indagano sul sistema ideato da Burry. Agli Oscar del 2016, il film trionfò nella categoria 'Miglior sceneggiatura non originale'. La pellicola¹⁷⁷ si serve di alcuni efficaci espedienti per trasformare una questione complessa in un tema comprensibile anche a chi ha poca dimestichezza con la finanza. Nonostante tutti gli sforzi di semplificazione, qualche passaggio rischia comunque di sfuggire.

CONCLUSIONI

Il seguente lavoro, si può definire come qualcosa di innovativo, rispetto a una tesi tradizionale. Infatti esso va a collegare due aspetti e due settori molto distanti ma non troppo, come il cinema e la finanza. Naturalmente per produrre un film, c'è

¹⁷⁷ https://www.huffingtonpost.it/flavio-bini/la-grande-scommessa-domande_b_9068726.html

bisogno di un piano finanziario. Quindi ogni settore, è inerente con la finanza. Però il lavoro non ha trattato ciò ma ha voluto vedere come il sistema finanziario sia stato descritto da “Hollywood”. Si giunge a come molti di questi capolavori trattati, hanno portato molti spettatori ad interessarsi di interesse, tanto che si sia dovuto fare degli speciali riguardo gerghi finanziari. Non tutti dei film descritti hanno avuto lo stesso successo, ma tutti e tre hanno impattato sulla cultura finanziaria degli interessati, da ricordare come la cultura finanziaria in Italia sia di punteggio molto basso rispetto ai paesi UE. Quindi questi film hanno aiutato molto in ciò. Da capire se c'è ne saranno altri in futuro, sicuramente si avrà uno basato sulla situazione pandemica e che ciò ha comportato sui mercati finanziari. Importante di questi lavori cinematografici, che siano coerenti con il mondo descritto e non riporti tutto una fantasia come percepito da film anni '80 e '90 in cui facevano sembrare operatori di borsa ciò che non sono. Uno dei limiti del seguente lavoro si può riscontrare nella ricerca di interesse da parte dei media rispetto al tema trattato, risultato difficile riportare, l'impatto avuto non solo su chi è abbastanza ferrato, ma in chi magari non saprebbe manco descrivere cosa sia l'inflazione. Del resto però, come già descritto in toto, ci sia stato un grande successo nel tema educativo ed gli autori hanno fatto di tutto per far passare chiari i messaggi dei loro capolavori.

BIBLIOGRAFIA

Domenichelli Oscar, “Funzionamento, scelta e gestione dei fondi comuni di investimento”, Giappichelli editore, Torino 2007

<https://www.infodata.ilsole24ore.com/ /2019/12/23/educazione-finanziaria-gli-italiani-messi-male-le-italiane-peggio/>

<https://www.centroeinaudi.it/lettera-economica/articoli-lettera-economica/ricerche/4538-breve-storia-dei-fondi-comuni-ii.html>

<https://www-emerald-com.ezproxy.cad.univpm.it/insight/content/doi/10.1108/09657960310698696/full/html>

<https://www.startingfinance.com/news/hedge-fund-2019-record/>

<https://www.forbes.com/profile/christopher-hohn/?sh=1608dfc345c9>

<https://whalewisdom.com/filer/lone-pine-capital-llc>

<https://www.forbes.com/profile/stephen-mandel-jr/?sh=2665ffd751b7>

<https://whalewisdom.com/filer/renaissance-technologies-llc>

<https://www.rentec.com/Home.action?index=true>

[https://en.wikipedia.org/wiki/Jim_Simons_\(mathematician\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Jim_Simons_(mathematician))

https://en.wikipedia.org/wiki/Ray_Dalio

<https://finance.yahoo.com/news/top-10-stocks-billionaire-ray-025158878.html>

<https://www.insidermonkey.com/blog/top-5-stocks-billionaire-ray-dalio-just-bought-890226/>

https://it.wikipedia.org/wiki/Elliott_Management_Corporation

<http://blog.fidaonline.com/i-rendimenti-degli-hedge-fund-italiani/>

<https://it.wikipedia.org/wiki/Billions>

[https://www.comingsoon.it/serietv/billions/1534/scheda/#:~:text=Lascia%20un%20commento-,TRAMA%20BILLIONS,\(Damian%20Lewis%2C%20Homeland\)](https://www.comingsoon.it/serietv/billions/1534/scheda/#:~:text=Lascia%20un%20commento-,TRAMA%20BILLIONS,(Damian%20Lewis%2C%20Homeland))

<http://bestserial.bestmovie.it/Recensione/288/billions-la-recensione-della-primastagione>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/banche-investimento.htm>

https://www.treccani.it/enciclopedia/banca-d-affari_%28Lessico-del-XXI-Secolo%29/

https://www.treccani.it/enciclopedia/banca-d-affari_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

<https://finanza.lastampa.it/News/2019/01/17/usa-utili-record-per-le-6-maggiori-banche-daffari-che-superano-i-100-miliardi/MTdfMjAxOS0wMS0xN19UTEI>

https://www.repubblica.it/economia/2019/01/17/news/conti_morgan_stanley-216785130/#:~:text=Mettendo%20insieme%20i%20profitti%20di,arriva%20a%20111%2C5%20miliardi

<https://www.ilsole24ore.com/art/banche-grandi-gruppi-usa-conquistano-40per cento-dell-europa-ABnQB9gB>

<https://it.insideover.com/economia/le-banche-usa-padrone-della-finanzia-ue.html>

<https://www.jpmorganchase.com/>

<https://www.bankofamerica.com/>

<https://www.wellsfargo.com/>

<https://www.citigroup.com/citi/>

<https://www.morganstanley.com/>

<https://www.goldmansachs.com/>

<https://www.europar2010.org/news/le-25-banche-investimento-migliori-al-mondo#credit-suisse-dhy>

<http://www.consob.it/web/investor-education/la-crisi-del-29>

<http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>

<http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-covid-19>

<https://www.ilsole24ore.com/art/goldman-guida-cavalcata-profitti-dell-alta-finanza-crisi-covid-ADeko4v>

<https://www.nuovatlantide.org/il-ruolo-delle-banche-di-fronte-alla-crisi-economica/>

<https://www.comingsoon.it/serietv/diavoli/1921/scheda/>

https://www.wired.it/play/televisione/2020/04/17/diavoli-alessandro-borghi-sky-recensione/?gclid=CjwKCAiAnvj9BRA4EiwAuUMDf5Q9uhyEo-jqpYxF80XkY2PjYGaQZAgs4-vwTy8yLVt2l0SAms7taRoCeiUQAvD_BwE&refresh_ce=

<https://www.comingsoon.it/serietv/diavoli/1921/scheda/>

<http://www.businesspeople.it/People/Protagonisti/intervista-Guido-Maria-Brera-114516>

http://www.impresaoggi.com/it/d_ec.asp?cacod=278

<http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>

http://www.impresaoggi.com/it/d_ec.asp?cacod=278

<https://www.orizzontipolitici.it/la-crisi-del-2008-le-cause-ma-soprattutto-gli-effetti/>

<https://www.startingfinance.com/approfondimenti/crisi-del-2008-due-minuti/>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mutuisubprime.htm>

<https://www.orizzontipolitici.it/la-crisi-del-2008-le-cause-ma-soprattutto-gli-effetti/>

http://www.impresaoggi.com/it/d_ec.asp?cacod=278

<https://www.startingfinance.com/approfondimenti/crisi-del-2008-due-minuti/>

<http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>

<https://www.orizzontipolitici.it/la-crisi-del-2008-le-cause-ma-soprattutto-gli-effetti/>

https://www.repubblica.it/economia/2018/09/12/news/la_vera_storia_del_fallimento_lehman-205828602/

<https://www.history.com/topics/21st-century/troubled-asset-relief-program#:~:text=Signed%20on%20October%203%2C%202008,and%20bolster%20the%20auto%20industry>

<http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/le-longer-term-refinancing-operation193.htm>

<http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011>

<http://www.investimenti-finanziari.it/utilita-delle-agenzie-di-rating-e-conflitti-di-interessi/>

<https://www.ilfattoquotidiano.it/2013/03/09/agenzie-rating/525210/>

<https://www.ilsole24ore.com/art/fitch-conflitto-d-interessi-l-esma-multa-l-agenzia-rating-ABsPjqjB>

<https://www.comingsoon.it/film/la-grande-scommessa/52899/scheda/>

https://www.huffingtonpost.it/flavio-bini/la-grande-scommessa-domande_b_9068726.html

