

“La " lezione" LtcM: più che le scienze contano le conoscenze”

Luigi Zingales, *Corriere della Sera*

11 October 1998

Le operazioni del Long Term Capital Management, il fondo speculativo americano finito sull'orlo della bancarotta, sono sempre state avvolte da mistero. Ma qual è la verità? Un mito da sfatare è che la fonte dei guadagni prima (e delle perdite poi) sia da ricondurre all'uso di sofisticati modelli matematici. In realtà, per quanto è possibile capire dal di fuori, le loro strategie sono concettualmente molto semplici e consistono per lo più in arbitraggi fiscali ed arbitraggi sul valore relativo dei titoli. Gli arbitraggi fiscali sono operazioni che cercano di sfruttare differenze fra le imposte esistenti in vari Paesi. Institutional Investor descrive quella che viene ritenuta la transazione più profittevole fatta da LtcM: un arbitraggio su titoli in lire. All'epoca il tasso di interesse dei Btp era un punto percentuale più elevato del tasso in lire sul mercato europeo. La differenza era principalmente dovuta a una ritenuta d'acconto del 12.5 % che gravava sugli investitori stranieri in Btp.

LtcM escogitò un sistema per lucrare sulla differenza investendo in Btp tramite un operatore nazionale (così da ottenere il rimborso dell'imposta) e finanziandosi in lire sul mercato europeo. Secondo la rivista, a rendere questa operazione estremamente profittevole - si parla di alcune migliaia di miliardi - intervenne anche una fortunata coincidenza. Proprio quando l'operazione era in corso il governo italiano decise di abolire la ritenuta d'acconto, producendo un guadagno in conto capitale per i detentori di Btp, tra cui LtcM. Gli arbitraggi sul valore relativo sono speculazioni sulla differenza di prezzo tra due titoli con caratteristiche molto simili. Per esempio, nel marzo 1997 LtcM stava considerando la possibilità di speculare sulla differenza tra azioni ordinarie e di risparmio anche in vista della possibile conversione delle azioni di risparmio delle imprese statali in via di privatizzazione. Lo appresi in occasione di un invito a presentare, in un seminario presso la loro sede di Greenwich, i miei studi sulle azioni di risparmio. Scommettere sulla convergenza tra i due prezzi non è un'operazione molto complicata. Si tratta di comprare azioni di risparmio e vendere allo scoperto azioni ordinarie, incassando la differenza.

Ma se non è nelle formule magiche, qual è il segreto del successo goduto da LtcM fino a due mesi fa? Innanzitutto, la capacità di raccogliere enormi capitali per un lungo periodo di tempo. La maggior parte degli hedge funds riesce a vincolare il denaro investito per tre mesi. LtcM, grazie al prestigio e alle conoscenze dei suoi partner, riuscì a vincolare 4 miliardi di dollari per tre anni. Questo consentì a LtcM di avventurarsi in operazioni più rischiose senza temere che perdite temporanee inducessero una corsa al riscatto. La credibilità sui mercati ha anche permesso a LtcM di indebitarsi fino a - dicono - 40 volte il capitale investito. Ovviamente con una simile leva finanziaria arbitraggi su piccoli differenziali si trasformano in enormi guadagni in percentuale del capitale investito. Ma modeste fluttuazioni negative portano alla rovina. Secondo Institutional Investor un'altra fonte di vantaggio competitivo viene dai cosiddetti strategic partners. Si tratta di istituzioni di vari Paesi interessate ad imparare le tecniche di LtcM. In cambio sembra che non solo investano 100 milioni di dollari nel fondo, ma anche forniscano la loro esperienza sui mercati locali. Institutional Investor riferisce di voci insistenti (non confermate) secondo cui la Banca Centrale di Taiwan e agenzie governative di Hong Kong e Singapore ricoprono questo ruolo. Non cita l'Ufficio Italiano Cambi. Ma dalle dichiarazioni rilasciate dal suo direttore sembrerebbe che anche l'Uic goda di questo status. Le amicizie ad alto livello sembrano aver aiutato i partner anche in questo momento di crisi. Invocando un possibile crollo dei mercati il governatore della Federal Reserve ha deciso l'intervento della Fed a supporto di un piano di salvataggio. Questa motivazione sarebbe plausibile se non fosse che il finanziere Warren Buffet aveva già proposto un piano molto simile, con un'importante differenza: l'estromissione immediata dei partner e l'azzeramento delle loro quote azionarie.

Quale ruolo ha giocato in tutto questo l'amicizia che lega il governatore a David Mullins, un tempo suo vice alla Fed ed ora partner di LtcM? L'amara lezione è che talora anche sui mercati finanziari americani le scienze valgono meno delle conoscenze. Perché questo possa cambiare gli uomini di governo, prima di pensare a regolare i mercati, dovrebbero seriamente riflettere su come evitare queste relazioni incestuose tra autorità di controllo ed operatori.