

SMOBILIZZARE I TITOLI ILLIQUIDI

# Incastrati in Lehman Brothers? Una soluzione esiste

Una via valutabile anche per i possessori di titoli delle italiane It Holding e Cirio oppure dei bond legati al default delle banche islandesi, dell'Argentina e della Grecia

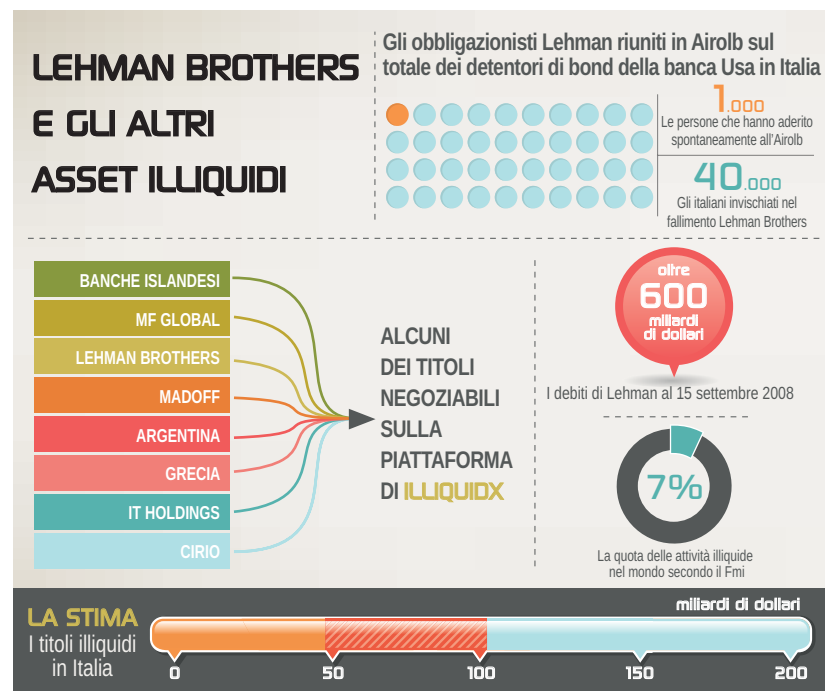
DI MARCO BARLASSINA



**S**ono ancora quasi 40.000 gli italiani invischiati nel fallimento Lehman Brothers. Gli obbligazionisti che attraverso le proprie banche si sono insinuati al passivo si vedranno restituire solo parte dei propri risparmi, ma non subito: solamente dopo l'esito della procedura fallimentare, ossia solo nel giro di anni. Così i risparmiatori coinvolti si trovano oggi ad avere in mano titoli per i quali è previsto un valore di recupero di circa il 30% del nominale e sostanzialmente illiquidi, ossia difficilmente smobilizzabili. Illiquidi ma non necessariamente destinati a rimanere incagliati nei portafogli dei risparmiatori. Perché se è vero che per i titoli Lehman, così come per altri asset tossici, non esiste un vero e proprio mercato secondario, è vero anche che esistono alcuni intermediari (che si contano sulle dita di una mano) in grado di mettere in contatto domanda e offerta su strumenti di

## Lehman Brothers

Fondata nel 1850 dai fratelli Henry, Emanuel e Mayer Lehman, Lehman Brothers, negli anni 2000 aveva assunto il ruolo di quarta maggiore banca d'affari degli Stati Uniti. Dopo aver accumulato per tutto il 2008 ingenti perdite su posizioni nei mutui subprime e in titoli collegati alla cartolarizzazione dei mutui, Lehman Brothers ha richiesto la protezione del Chapter 11 (concordato preventivo) il 15 settembre del 2008. Il buco lasciato dalla più grande bancarotta nella storia degli Usa è stato superiore ai 600 miliardi di dollari e ha coinciso con l'avvio della crisi finanziaria tutt'ora in corso.

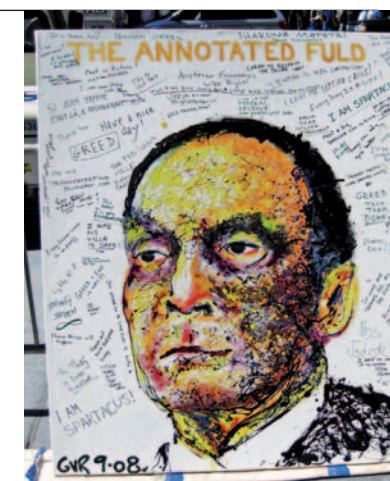


emittenti falliti o in concordato. Tra questi intermediari c'è anche una piattaforma online, IlliquidX, dove acquirenti e venditori di titoli illiquidi si incontrano in maniera anonima, si scambiano le informazioni su titoli e prezzi e possono anche concludere le transazioni. Tutto semplice allora per chi vuole vendere i titoli Lehman detenuti? Non proprio, perché alla piattaforma hanno accesso solo gli investitori istituzionali (banche, fondi pensione, hedge funds) e aziende non finanziarie che hanno crediti inca-

gliati in tesoreria. Non quindi il singolo risparmiatore. E non tutte le banche depositarie dei titoli tossici dei risparmiatori italiani si sono mosse per smobilizzare questi titoli tramite la piattaforma, se non hanno addirittura opposto delle resistenze. Entra quindi in gioco il risparmiatore interessato a venire subito in possesso della liquidità, che deve agire perché la banca provveda a rivolgersi all'intermediario. E' quanto hanno fatto in maniera collettiva gli associati Airolb, l'Associazione Italiana Risparmiatori Obbli-

## La caduta di un mito

Richard (Dick) Fuld, l'ultimo amministratore delegato di Lehman Brothers, è considerato il peggiore a.d. della storia della Corporate America. L'uomo che nei 14 anni alla guida della banca l'ha condotta al disastro attraverso una serie di operazioni aggressive al limite della speculazione. Da semplice trader, era arrivato a capo di Lehman Brothers puntando sulla sua conclamata brutalità, guadagnandosi l'appellativo di Gorilla di Wall Street.



gazionisti Lehman Brothers, gruppo spontaneo di persone nato nel 2009 sul Forum di Finanzaonline e che oggi conta circa 1.000 associati. In attesa dell'esito della causa civile intentata contro le agenzie di rating e il consorzio PattiChiari e aspettando il termine della procedura concorsuale, l'associazione sta assistendo gli associati che vogliono cedere i bond per bisogni di liquidità.

"Alcuni investitori mi hanno chiesto se i titoli fossero vendibili", spiega **Mauro Guizzardi**, consulente legale Airolb che segue oltre 600 risparmiatori coinvolti nel crack. "Abbiamo lavorato con molte banche commerciali e dipartimenti legali di molte banche commerciali italiane per creare procedure interne per cui fosse possibile immettere nelle piattaforme interne di esecuzione anche titoli illiquidi. Dopo aver avuto un'iniziale diffidenza da parte delle banche, abbiamo poi riscontrato collaborazione e massima professionalità da parte di tutti gli organi competenti, che hanno permesso alla rete delle filiali di sbloccare posizioni illiquide di molti investitori, permettendogli di vendere nel circuito interbancario e di connettersi con le loro piattaforme di esecuzione interna".

Occorre quindi vincere quelle che potrebbero essere le iniziali riluttanze degli istituti di credito, che in passato – secondo le testimonianze degli stessi risparmiatori - si sono nascosti dietro la necessità che per compiere queste operazioni fossero necessari grandi tagli, se non adducendo l'impossibilità di effettuare tali operazioni.

"Fino ad alcuni mesi fa – spiega ancora Guizzardi – se volevi vendere, le banche ti dicevano che i titoli erano invendibili o bloccati. Oggi la situazione è cambiata molto e gli istituti collaborano sempre di più. Tecnicamente un singolo può andare dalla propria banca e chiedere di vendere il titolo altrimenti può rivolgersi a noi".

Non esistono quindi problemi sul

taglio delle operazioni da compiere e anche chi abbia i titoli presso una banca che si è insinuata al passivo può ancora aggregarsi all'associazione e beneficiare degli accordi raggiunti.

E' giusto però precisare che chi è in causa individualmente contro la propria banca per Lehman, o che ha intenzione di far causa alla propria banca o sta valutando se agire, qualora decidesse di vendere i titoli potrebbe pregiudicare seriamente le eventuali domande di nullità e/o risoluzione contrattuale e/o annullamento da svolgere contro la propria banca.

La vendita non avrebbe invece nessun effetto negativo nei confronti della tutela verso i diritti degli associati nell'altra iniziativa che l'Airolb sta portando avanti: la causa civile contro agenzie di rating e il consorzio Patti Chiari, ree, secondo l'associazione, di aver considerato fino all'ultimo quelli che erano prodotti tossici come estremamente affidabili, senza informare i possessori del rischio che stavano correndo.

### Monetizzare subito la posizione

La piattaforma di IlliquidX, come altri operatori specializzati nel settore, fornisce liquidità a banche ed investitori istituzionali su oltre 3500 titoli Lehman con gli annessi diritti di insinuazione al passivo, permettendo a chi vuole vendere di entrare in possesso di una liquidità sostanzialmente in linea con quella prevista dalla procedura fallimentare in tempistiche più veloci.

Si tratta di un processo che può essere intrapreso non solo dagli obbligazionisti Lehman. IlliquidX effettua transazioni anche su titoli di banche islandesi defaultati, MF Global, Madoff, titoli governativi greci e argentini, Cirio, ItHoldings. I prodotti trattati comprendono obbligazioni governative e societarie, bond ad alto rendimento (high yield), prodotti strutturati come i CDO e i derivati. Il mercato potenziale è vastissimo. Il Fondo mone-

## Come stanno andando i rimborsi

Il piano di ristrutturazione di Lehman prevede recovery (tassi di recupero dell'investimento) diversi a seconda del tipo di titolo detenuto. La principale distinzione è da effettuare sulla base dell'emittente, che può essere la Lehman Brothers Holding (LBHI) o la Lehman Brothers Treasury Co (LBT) con sede in Olanda. I tempi di pagamento ad oggi vedono LBHI rimborsata a circa il 10% con rimborsi spalmati sui quattro anni dal default. Per la LB olandese i rimborsi a oggi sono a circa il 6 per cento.

tario internazionale stima che il 7% delle attività finanziarie complessive sia illiquido. Solo in Italia circolerebbero titoli illiquidi per un valore compreso tra i 50 e i 100 miliardi di dollari, cifra che non tiene però conto dei titoli detenuti nei portafogli dei risparmiatori al dettaglio.

Non sorprende così che dal 2009, anno della fondazione, a oggi, IlliquidX abbia assistito a un boom degli scambi, pari a 14 miliardi di dollari, con un numero di partecipanti alla piattaforma che supera i 2.000 clienti. Solo i claim derivanti da procedure fallimentari di Lehman Brothers, delle banche islandesi (Glitnir, Kaupthing, Landsbanki) e di MF Global hanno rappresentato circa 4 miliardi di dollari.

### Come opera IlliquidX

Il mercato dei titoli illiquidi è quindi sotterraneo e poco conosciuto ma sicuramente esiste. Ciò vuol dire non solo che esistono molti venditori (e non potrebbe essere diversamente viste le migliaia di investitori grandi e piccoli coinvolti nei crack), ma anche altrettanti compratori. Chi sono e perché sono interessati ad acquistare titoli non liquidi? E come si riesce a dare un prezzo a ciò che un prezzo non ha? Lo abbiamo chiesto a uno dei due

co-fondatori di IlliquidX, **Celestino Amore**, che è oggi managing partner della società e che ha avuto l'intuizione di capire agli albori della crisi il potenziale del mercato dei cosiddetti titoli distressed, ossia degli strumenti finanziari di aziende in default.

"I compratori - spiega - sono investitori specializzati, come i "litigation funds" o i "distressed funds". Si tratta in sostanza di controparti istituzionali che si possono permettere di tenere in portafoglio asset incagliati per tempi lunghissimi e dotati della capacità di gestire il rischio legale e di recupero dei crediti". Nel caso di Lehman Brothers si tratta quindi presumibilmente di soggetti che speculano sulla possibilità di rivalutazioni degli asset di Lehman o sul fatto che alcune entità della stessa liquidazione potrebbero ottenere recuperi maggiori rispetto ad altre. Quindi creando un portafoglio equilibrato di diverse entità diminuiscono le probabilità di perdere su tutto il portafoglio". Per quanto riguarda la determinazione del valore di mercato di un titolo illiquido il primo passo è il calcolo del valore di recupero. A questo si aggiunge l'effetto speculativo legato alle tempistiche e agli aspetti legali, oltre che la volatilità sulle divise (dato che come nel caso di Lehman gli asset e i debiti sono in diverse divise, ma le distribuzioni dall'entità americana avverranno in dollari e quelle dell'entità olandese in euro). In questo modo si ha un premio o uno sconto rispetto al valore di recupero, fino ad arrivare a una valutazione dei titoli".

Alle banche non resta che caricare nella piattaforma i codici Isin dei titoli e inserire l'ordine di vendita. Dopo la fase di negoziazione avverrà l'effettivo trasferimento della titolarità, mentre il regolamento avverrà alla notifica dei documenti. Non si pagano costi di sottoscrizione per l'uso della piattaforma, ma esclusivamente per ogni transazione conclusa. **F**