

THE BIG SHORT

IN DE DUISTERE MACHINE VAN
HET MODERNE BANKWEZEN

MICHAEL LEWIS

vangennep
amsterdam

Eerste druk juni 2011
Vierde druk januari 2016

Originele titel en uitgave
The Big Short. Inside the Doomsday Machine, W.W. Norton & Co, 2010
Copyright © Michael Lewis

© 2011 Nederlandse vertaling Textcase / Uitgeverij Van Gennepe
Nieuwezijds Voorburgwal 330, 1012 RW Amsterdam
Auteursportret © Tabitha Soren
Artwork cover en titelpagina © 2016 Paramount Pictures.
All Rights Reserved.
Drukwerk Bariet, Steenwijk
ISBN 978 94 6164 4077
NUR 320 | 780

www.uitgeverijvangennepe.nl

Inhoud

	<i>Voorwoord – Klopgeest</i>	11
1	<i>Geheime geschiedenis</i>	19
2	<i>In het land der blinden</i>	45
3	<i>‘Hoe kan iemand die geen Engels spreekt liegen?’</i>	83
4	<i>Hoe oogsten we een immigrant</i>	109
5	<i>Kapitalisten bij toeval</i>	131
6	<i>Spider-Man in het Venetian Hotel</i>	165
7	<i>De grote jacht op de schat</i>	189
8	<i>De lange stilte</i>	209
9	<i>Verdwenen interesse</i>	231
10	<i>Twee mannen in een boot</i>	257
	<i>Epiloog – Alles houdt onderling verband</i>	285

Dankwoord

Voorwoord

Klopgeest

HOE HET KON DAT EEN INVESTERINGSBANK OP WALL STREET mij grif honderdduizenden dollars betaalde om volwassen mensen van beleggingsadvies te voorzien, is me nu nog een raadsel. Ik was vierentwintig jaar en had geen ervaring met of speciale belangstelling voor de vraag welke aandelen en obligaties zouden stijgen of dalen. De wezenlijke functie van Wall Street was kapitaal verdelen: bepalen wie het kreeg en wie niet. Maar eerlijk gezegd had ik geen idee. Ik had nooit een boekhoudcursus gevolgd, nooit een eigen bedrijf gehad, ik had niet eens ooit eigen spaargeld beheerd. In 1985 was ik min of meer binnengestruikeld bij Salomon Brothers en in 1988 struikelde ik er – een stuk rijker – weer weg. Hoewel ik er een boek over heb geschreven, vind ik het nog altijd een absurde ervaring – daarom was het ook zo gemakkelijk om het geld de rug toe te keren. Het leek me een onhoudbare situatie. Vroeg of laat zou iemand doorhebben dat ik, samen met een heleboel anderen zoals ik, de zaak zat op te lichten. Vroeg of laat zou er een grote afrekening komen, als Wall Street wakker werd en honderden, zo niet duizenden jonge mensen zoals ik, die geen enkel recht hadden om zulke risico's te nemen met het geld van anderen of anderen te bewegen zulke risico's te nemen, uit de financiële wereld zou verbannen.

Toen ik aan mijn verslag van die ervaring begon – het heette *Liar's Poker* – was dat met de gedachte van iemand die er bijtijds was uitgestapt. Ik schreef gewoon een boodschap op en propte die

in een fles voor degenen die in de verre toekomst deze contreien zouden aandoen. Tenzij een insider het allemaal op papier zette, zo stelde ik me voor, zou niemand in de toekomst nog geloven dat het ooit gebeurd was.

Tot dan toe ging alles wat er over Wall Street geschreven was over de effectenhandel. Wall Street had vanaf het allereerste begin vooral van de effectenhandel geleefd. Mijn boek ging voornamelijk over de obligatiehandel, omdat Wall Street inmiddels nog meer verdiende aan het verpakken, verkopen en verplaatsen van de oplopende schulden in Amerika. Iets wat mij ook onhoudbaar leek. Ik dacht een tijdsbeeld te geven van de jaren tachtig in Amerika, toen een grote natie zijn financiële verstand verloor. Ik verwachtte dat toekomstige lezers ontzet zouden zijn dat de CEO van Salomon Brothers, John Gutfreund, in 1986 3,1 miljoen dollar ontving terwijl hij het bedrijf te gronde richtte. Ik verwachtte dat ze verbijsterd zouden zijn door het verhaal over Howie Rubin, de hypotheekobligatiehandelaar van Salomon, die overstapte naar Merrill Lynch en prompt 250 miljoen dollar verloor. Ik verwachtte dat ze geschokt zouden zijn dat de CEO's op Wall Street geen flauw benul hadden van de ingewikkelde risico's die hun obligatiehandelaren namen.

Zo ongeveer stelde ik het me voor; wat ik me zeker niet voorstelde was dat de toekomstige lezer hierop en op mijn eigen ervaringen zou terugkijken met de opmerking: 'Wat curieus.' Wat *naïef*. Geen moment vermoedde ik dat de financiële jaren tachtig nog twee volle decennia zouden voortduren of dat het graduele verschil tussen Wall Street en het gewone economische leven zou uitgroeien tot een essentieel verschil. Dat een enkele obligatiehandelaar 47 miljoen per jaar verdiende en zich dan tekortgedaan kon voelen. Dat de hypotheekobligatiemarkt, die op de handelsvloer van Salomon Brothers bedacht was en destijds zo'n goed idee leek, zou leiden tot de meest puur financiële economische crisis in de geschiedenis. Dat precies twintig jaar nadat de naam Howie Rubin een schandelijk synoniem werd voor 250 miljoen dollar verlies, een andere hypo-

theekobligatiehandelaar bij Morgan Stanley met de naam Howie in een enkele hypotheekdeal 9 miljard dollar zou verliezen en in feite onbekend zou blijven – dat niemand buiten een kleine kring bij Morgan Stanley ooit te horen zou krijgen wat hij gedaan had of waarom.

Toen ik aan mijn eerste boek begon, had ik geen grootse plannen. Ik wilde vooral een opmerkelijk verhaal vertellen. Als je me na een paar glaasjes had gevraagd welke gevolgen het boek voor de wereld zou hebben, had ik misschien iets gezegd van: ‘Ik hoop dat studenten die moeten beslissen wat ze met hun leven gaan doen, het lezen en dan bedenken dat het dwaas is om de boel te bedriegen, om hun verlangens of zelfs hun vage belangstelling te laten varen en financieel expert te worden.’ Ik hoopte dat een slimme jongen op Ohio State University die graag oceanograaf wilde worden, mijn boek zou lezen, het aanbod van Goldman Sachs zou afslaan en het ruime sop zou kiezen.

Op een of andere manier kwam die boodschap niet helemaal aan. Zes maanden na de verschijning van *Liar's Poker* zat ik tot aan mijn knieën in de brieven van studenten van Ohio State University die nieuwsgierig waren naar nog meer geheimen over Wall Street. Ze lazen mijn boek als een soort handleiding.

De twee decennia na mijn vertrek wachtte ik op het einde van Wall Street zoals ik het gekend had. De buitensporige bonussen, de eindeloze stoet handelsschurken, het schandaal waar Drexel Burnham aan ten onder ging, het schandaal dat John Gutfreund nekte en Salomon Brothers de das omdeed, de crisis die volgde op de val van Long-Term Capital Management van mijn oude baas John Meriwether, de internetzeepbel: telkens werd het financiële systeem iets meer in diskrediet gebracht. Toch groeiden de grote banken op Wall Street die er het hart van vormden, onverstoorbaar door, net als de bedragen die aan zesentwintigjarigen werden uitbetaald voor taken zonder duidelijk sociaal nut. De opstand van de Amerikaanse jeugd tegen de geldcultuur bleef uit. Waarom zou je de wereld van

je ouders omverwerpen als je hem kon opkopen en in stukjes weer van de hand kon doen?

Op een gegeven moment gaf ik het wachten op. Geen schandaal of ommekeer, nam ik aan, was groot genoeg om het systeem ten val te brengen.

Toen kwam Meredith Whitney met nieuws. Whitney was een onbekende analist van financiële bedrijven voor een onbekend financieel bedrijf, Oppenheimer and Co. Vanaf 31 oktober 2007 was het met haar onbekendheid gedaan. Op die dag voorspelde ze dat Citigroup door mismanagement genoodzaakt was zijn dividend te schrappen of anders failliet zou gaan. Op de aandelenmarkt weet je nooit helemaal zeker wat wat veroorzaakt, maar Meredith Whitney veroorzaakte op 31 oktober de instorting van de financiële markt, dat was duidelijk. Tegen het einde van de handelsdag had een vrouw van wie eigenlijk nooit iemand had gehoord en die als onbeduidend kon worden afgedaan, de aandelen van Citigroup met 8 procent en de waarde van de Amerikaanse aandelenmarkt met 390 miljard dollar omlaag gebracht. Vier dagen later nam Chuck Prince, de CEO van Citigroup, ontslag. Twee weken later schrapte Citigroup de dividenduitkering.

Vanaf dat moment werd Meredith Whitney E.F. Hutton: als zij sprak, werd er geluisterd. Haar boodschap was duidelijk: als je wilt weten wat de Wall Street-bedrijven werkelijk waard zijn, kijk dan wat voor waardeloze activa ze met geleend geld bekostigen en ga na wat die in een faillissementsverkoop zouden opbrengen. De grote groep duurbetaalde mensen die daar zat, was in haar ogen niets waard. Gedurende het hele jaar 2008 beantwoordde ze de beweringen van bankiers en handelaars dat ze hun problemen overwonnen hadden door een afschrijving hier of een uitbreiding van kapitaal daar, met haar eigen bewering: 'Jullie hebben het mis. Jullie zien de ernst van je mismanagement nog steeds niet in. Jullie erkennen nog steeds niet dat er miljarden dollars verlies is geleden op subprimehypotheekobligaties. De waarde van jullie onderpanden is net zo bedrieglijk als de

waarde van jullie mensen.’ Concurrenten vonden Whitney zwaar overschat; bloggers vonden haar een geluksvogel. Maar vooral had ze gelijk. Het klopt dat ze deels giste. Ze kon niet weten wat er met de Wall Street-bedrijven zou gebeuren of hoe groot hun verliezen in de subprimehypotheekmarkt zouden zijn. De CEO’s wisten het zelf niet. ‘Of anders zijn het allemaal leugenaars,’ zei ze, ‘maar ik neem aan dat ze het echt niet weten.’

Uiteraard heeft Meredith Whitney Wall Street niet ten val gebracht. Ze heeft gewoon luid en duidelijk een mening geuit die veel ondermijnerder voor de sociale orde bleek dan bijvoorbeeld de corruptiezaken die New Yorkse advocaten tegen Wall Street hebben gevoerd. Als een simpel schandaal de grote investeringsbanken kon wegvagen, waren ze al lang geleden ten onder gegaan. Deze vrouw zei niet dat de bankiers op Wall Street corrupt waren. Ze zei dat ze dom waren. Deze mensen, die tot taak hadden kapitaal te verdelen, konden kennelijk niet eens het beheer van hun eigen kapitaal aan.

Ergens had ik het idee dat dit een ramp was die ik zelf teweeg had kunnen brengen als ik was gebleven. De figuren midden in de rotzooi van Citigroup waren dezelfde met wie ik bij Salomon Brothers had samengewerkt; een aantal van hen zat bij mij in het Salomon Brothers-trainingsklasje. Op een bepaald moment kon ik me niet inhouden: ik belde Meredith Whitney op. Dit was in maart 2008, net voor het fiasco van Bear Stearns, toen de uitkomst nog onzeker was. Als ze gelijk heeft, dacht ik, kan dit echt het moment zijn waarop de financiële wereld weer op de rails kan worden gezet waar hij sinds begin jaren tachtig uit is gelopen. Ik was benieuwd of wat ze zei hout sneed, maar ik wilde ook weten wie deze vrouw was, die met haar uitlatingen de aandelenmarkt aan het wankelen bracht.

In 1994 was ze vanuit de faculteit Engels van Brown University op Wall Street terechtgekomen. ‘Ik kwam naar New York en ik wist niet eens dat onderzoek bestond,’ zei ze. Ze kwam bij Oppenheimer and Co. terecht en had het ongelofelijke geluk te worden opgeleid door een man die haar niet alleen hielp een carrière, maar ook een

wereldbeeld op te bouwen. Zijn naam, zei ze, was Steve Eisman. ‘Een van de mooiste gebeurtenissen nadat ik die uitspraak over Citi had gedaan, was dat Steve me belde om te zeggen hoe hij trots hij op me was.’ Ik had nooit van Steve Eisman gehoord en hechtte er verder geen waarde aan.

Maar toen las ik het bericht dat een onbekende New Yorkse hedgefondsmanager genaamd John Paulson zo’n 20 miljard had verdiend voor zijn investeerders en een kleine 4 miljard voor zichzelf. Dat was meer dan iemand in zo’n korte tijd ooit op Wall Street had binnengehaald. Bovendien had hij dat bereikt door short te gaan op dezelfde subprimehypotheekobligaties die op dat moment Citigroup en elke andere grote investeringsbank op Wall Street de das omdeden. Investeringsbanken op Wall Street zijn net als casino’s in Las Vegas: zij bepalen de winstkansen. De klant die er *zero-sum games* tegen speelt kan af en toe winnen, maar nooit stelselmatig en nooit zo spectaculair dat het casino failliet gaat. John Paulson was een Wall Street-klant. Hij vertegenwoordigde precies de incompetentie die Meredith Whitney aan de kaak stelde. Het casino had de winstkans van zijn eigen spel heel slecht ingeschat en dat was minstens één persoon opgevallen. Ik belde Whitney opnieuw om haar te vragen, zoals ik in die periode ook aan anderen vroeg, of ze iemand kende die de ramp met de subprimehypotheken had voorzien en vooraf stappen had kunnen nemen om er zijn voordeel mee te doen. Wie had nog meer opgemerkt, voordat het casino wakker werd, dat het roulettewiel voorspelbaar was geworden? Wie in de zwarte doos van de moderne financiële wereld had nog meer de gebreken in het mechanisme ingezien?

Het was toen eind 2008. Tegen die tijd was er een hele stoet deskundigen die beweerden dat ze de ramp hadden zien aankomen, maar voor een veel kleiner groepje gold dat ook echt. En weer een deel van dat kleine groepje had het lef om daadwerkelijk iets met dit inzicht te doen. Het is niet gemakkelijk om je afzijdig te houden van massahysterie – om te geloven dat het meeste financiële nieuws niet

klopt en dat de belangrijkste figuren in de financiële wereld ofwel liegen ofwel worden misleid – zonder krankzinnig te zijn. Whitney dreunde een zestal namen op, voornamelijk van investeerders die zij persoonlijk had geadviseerd. Ergens in het midden stond John Paulson. Bovenaan stond Steve Eisman.

Hoofdstuk 1

Geheime geschiedenis

EISMAN BETRAD DE FINANCIËLE WERELD TEGEN DE TIJD DAT ik eruit vertrok. Hij was opgegroeid in New York, bezocht orthodoxe jesjiva's, studeerde magna cum laude af aan de universiteit van Pennsylvania en cum laude aan de Harvard Law School. In 1991 vroeg hij zich als eenendertigjarige bedrijfsjurist af hoe het hem ooit leuk had kunnen lijken om advocaat te zijn. 'Ik vond het verschrikkelijk,' zei hij. 'Ik vond het verschrikkelijk om advocaat te zijn. Mijn ouders werkten als makelaar bij Oppenheimer Securities en wisten op slinkse wijze een baantje voor me te regelen. Misschien niet zo fraai, maar zo ging het.'

Oppenheimer was een van de laatste ouderwetse personenvennootschappen van de oude stempel op Wall Street en leefde van de restjes die Goldman Sachs en Morgan Stanley lieten liggen. Het had er meer weg van een familiebedrijf dan van een echte onderneming. Lillian en Elliot Eisman gaven sinds begin jaren zestig namens Oppenheimer financieel advies aan individuele beleggers. (Lillian had de makelaarsafdeling van Oppenheimer opgezet en Elliot, ooit begonnen als strafpleiter, kwam haar na de zoveelste bedreiging door maffiaklanten achterna.) Ze waren geliefd en genoten respect bij zowel collega's als klanten en konden aannemen wie ze wilden. Voordat ze hun zoon van zijn juridische carrière redden, hadden ze zijn oude kinderjuffrouw op de handelsvloer van Oppenheimer aangesteld. Op weg naar zijn ouders

om verslag te doen passeerde Eisman de vrouw die ooit zijn luiers had verschoond. Oppenheimer had overigens wel een regel om nepotisme tegen te gaan: Lillian en Elliot mochten hun zoon wel aannemen, maar moesten hem het eerste jaar zelf betalen, terwijl anderen zouden bepalen of hij zijn salaris wel waard was.

Eismans ouders waren ouderwetse *value investors* in hart en nieren. Volgens hen leerde je Wall Street het beste kennen als financieel analist. Hij begon als financieel analist en werkte voor de opinieleiders die het beeld van publieke bedrijven bepaalden. Oppenheimer beschikte over zo'n 25 analisten, van wie de adviezen door de rest van Wall Street voor het merendeel in de wind werden geslagen. 'De enige manier om als analist bij Oppenheimer betaald te krijgen was door het bij het juiste eind te hebben en daar genoeg herrie omheen te maken om aandacht te krijgen,' zegt Alice Schroeder, die zich bij Oppenheimer bezighield met verzekeraars, overstapte naar Morgan Stanley en uiteindelijk de officiële biografie schreef van Warren Buffett. Ze vervolgt: 'Er heerste bij Oppenheimer een soort tegencultuur. Bij de grote bedrijven werd iedereen betaald om het met elkaar eens te zijn.' Eisman was juist iemand die van nature herrie schopte en er dwarse opvattingen op nahield. Hij begon als junior financieel analist, een hulpkracht, niet iemand van wie een eigen mening werd verwacht. Dat veranderde in december 1991, toen hij nog geen jaar aan de slag was. De subprimegeldverstrekker Aames Financial ging naar de beurs en bij Oppenheimer had niemand veel zin om daar een mening over te geven. Een van Oppenheimers bankiers, die hoopte door Aames te worden ingehuurd, zocht op de researchafdeling iemand die iets van de hypotheekmarkt wist. 'Ik ben junior analist en ik zit net uit te zoeken hoe het in elkaar steekt,' zegt Eisman. 'Maar ik zei erbij dat ik als advocaat aan een deal voor The Money Store had gewerkt.' Hij werd meteen aangesteld als hoofdanalist voor Aames Financial. 'Wat ik niet had gezegd, was dat ik alleen de documenten maar had hoeven nakijken en dat ik er geen hout van begrepen had.'

Aames Financial maakte – net als The Money Store – deel uit van een nieuwe categorie bedrijven die, eufemistisch aangeduid met *specialty finance*, leningen verstrekten aan armlastige Amerikanen. Goldman Sachs en J.P. Morgan behoorden hier niet toe, maar wel een groot aantal minder bekende bedrijven, die op een of andere manier betrokken waren bij de explosieve groei van subprimehypotheken in de vroege jaren negentig. Aames was de eerste subprimehypothekverstrekker die naar de beurs ging. Lomas Financial Corporation was het tweede bedrijf waar Eisman als analist in zijn eentje verantwoordelijk voor was. Lomas was net opgekrabbeld uit een faillissement. ‘Ik gaf een verkoopadvies omdat het een waarde-loze boel was. Wist ik veel dat je geen verkoopadvies voor een bedrijf mocht geven. Ik dacht dat er drie mogelijkheden waren – kopen, vasthouden, verkopen – en dat je mocht kiezen welke volgens jou de juiste was.’ Hij werd onder druk gezet om iets optimistischer te zijn, maar optimisme zat niet in Steve Eismans aard. Hij kon wel net doen alsof en soms deed hij dat ook, maar liever niet. ‘Vanuit de gang kon ik hem in de telefoon horen schreeuwen,’ zegt een oud-collega. ‘Zat hij vrolijk de aandelen van de bedrijven onder zijn hoede te kraken. Hij zegt precies wat hij denkt.’ Eisman bleef bij zijn verkoopadvies voor Lomas Financial, zelfs nadat Lomas Financial Corporation had aangekondigd dat investeerders zich geen zorgen hoefden te maken om de financiële situatie van het bedrijf, omdat het zijn risico’s had afgedekt. ‘De allermooiste zin die ik ooit als analist heb geschreven,’ aldus Eisman, ‘was nadat Lomas had laten weten dat de risico’s waren afgedekt.’ Hij citeerde uit zijn hoofd: ‘Lomas Financial Corporation is een financieel bedrijf met perfect afgedekte risico’s: bij elke denkbare rentestand verliest het geld. Nog nooit heb ik zo veel plezier beleefd aan het schrijven van een zin.’ Een paar maanden nadat hij die zin had geschreven, ging Lomas Financial Corporation opnieuw failliet.

Eisman maakte snel naam als een van de weinige analisten bij Oppenheimer die de markt met zijn mening in beweging bracht. ‘Het

was alsof ik weer op school zat,' zei hij. 'Ik leerde over een markt en vervolgens schreef ik er een werkstuk over.' Op Wall Street werd hij steeds meer als een apart type gezien. Hij kleepte zich semi-verzorgd, alsof iemand veel moeite had gedaan om nieuwe kleren voor hem te kopen, maar er niet bij had verteld hoe hij ze moest dragen. Zijn korte blonde haar zag eruit alsof hij het zelf had geknipt. Het opvallendst aan zijn zachte, expressieve, niet onaardige gezicht was zijn mond, vooral omdat die meestal een eindje openstond, zelfs als hij zat te eten. Het was alsof hij bang was dat er opeens een gedachte door zijn hoofd zou flitsen die hij dan niet snel genoeg kon uiten voordat er alweer een volgende was, en daarom dit kanaal voortdurend open hield. Zijn andere gelaatstrekken vormden zich bijna plichtmatig naar zijn gedachte. Het was het tegenovergestelde van een pokergezicht.

In zijn omgang met de buitenwereld ontstond een patroon. Degenen die voor Steve Eisman werkten – en dat werden er steeds meer – waren dol op hem of vonden hem op zijn minst gemakkelijk. Ze waardeerden het dat hij zowel zijn geld als zijn kennis gemakkelijk deelde. 'Hij is een geboren leraar,' zegt een voormalige medewerster. 'En hij is zeer beschermend tegenover vrouwen.' Hij kon zich identificeren met de gewone man en de underdog zonder er ooit zelf een te zijn geweest. Anderzijds kwamen belangrijke mannen die een zekere mate van eerbied of respect van Eisman verwachtten, vaak gechoqueerd en verontwaardigd van een ontmoeting met hem terug. 'Veel mensen snappen Steve niet,' had Meredith Whitney me verteld, 'maar wie hem snapt, is dol op hem.' Een van degenen die Steve niet snapt, was het hoofd van een groot Amerikaans effectenmakelaarskantoor. Hij maakte mee hoe Eisman tijdens de lunch aan tientallen investeerders uitlegde waarom hij, het hoofd van het effectenmakelaarskantoor, zijn eigen zaken niet begreep, waarna hij het gezelschap verliet en niet meer terugkwam. ('Ik moest naar de wc,' zegt Eisman. 'Ik weet niet waarom ik niet terug ben gegaan.')

Na deze lunch had de man laten weten nooit meer

een ruimte te zullen betreden als Steve Eisman er was. Een ander voorbeeld was de directeur van een Japans onroerendgoedbedrijf. Hij stuurde Eisman zijn jaarrekening en reisde er met een tolk achteraan. ‘U hebt niet eens aandelen in uw eigen bedrijf,’ zei Eisman na de gebruikelijke uitvoerige Japanse zakelijke introductie. De tolk overlegde met de CEO.

‘In Japan is het niet gebruikelijk dat het management aandelen heeft,’ liet hij uiteindelijk weten.

Eisman had gezien dat de jaarrekening niets vermeldde over de zaken die echt van belang waren voor het bedrijf. Maar in plaats van dat te zeggen hield hij de papieren omhoog, alsof hij een drol vasthield. ‘Dit... dit is pleepapier,’ zei hij. ‘Vertaal dat maar.’

‘De Japanner doet zijn bril af,’ herinnerde een getuige van deze vreemde ontmoeting zich. ‘Zijn lippen trillen. De derde wereldoorlog staat op het punt van uitbreken: Pleepapier? Pleepapier?’

Een hedgefondsmanager die Eisman tot zijn vrienden rekende, begon me uit te leggen hoe hij was, maar hield er al na een minuut mee op – nadat hij had verteld hoe Eisman diverse hoge pieten had ontmaskerd als leugenaars en idioten – en schoot in de lach. ‘Ergens is het een eikel, maar hij is slim, oprecht en echt onverschrokken.’

‘Zelfs op Wall Street vinden ze hem onbeschoft, vervelend en agressief,’ zegt Eismans vrouw, Valerie Feigen, die bij J.P. Morgan had gewerkt voordat ze de dameskledingzaak Edit New York begon en zich aan de opvoeding van hun kinderen wijdde. ‘Decorum interesseert hem niets. Geloof me, ik heb het geprobeerd, geprobeerd en nog eens geprobeerd.’ Toen ze hem voor het eerst mee naar huis nam, zei haar moeder: ‘Nou, we kunnen niks met hem beginnen, maar hem op de veiling doen bij United Jewish Appeal kan altijd.’ Eisman had een aangeboren talent om anderen te beledigen. ‘Die onbeschoftheid is geen tactiek,’ legt zijn vrouw uit, ‘maar volkomen oprecht. Hij weet dat iedereen hem een tamelijk apart type vindt, maar zo ziet hij zichzelf niet. Steven leeft in zijn eigen hoofd.’

Als je hem vraagt naar het spoor van ontsteltenis dat hij achterlaat,

reageert Eisman verbaasd en zelfs enigszins gekwetst. 'Ik vergeet soms wat ik doe,' zegt hij en haalt zijn schouders op.

Dit was de eerste van vele theorieën over Eisman: wat er in zijn hoofd zat boeide hem simpelweg veel meer dan de persoon die toevallig voor hem stond. Voor degenen die Eisman goed kenden, schoot deze theorie tekort. Zijn moeder, Lillian, kwam met een tweede theorie. 'Steven heeft eigenlijk twee persoonlijkheden,' zei ze voorzichtig. De ene was die van de jongen die een gloednieuwe fiets van haar kreeg die hij dolgraag wilde hebben. Hij fietste ermee naar Central Park, leende hem uit aan een jongen die hij nog nooit had ontmoet en zag hoe het joch erop wegreed. De andere was die van de jongeman die de Talmoed bestudeerde, niet uit enige interesse voor God, maar uit nieuwsgierigheid naar inwendige tegenstrijdigheden. Zijn moeder was in New York City tot voorzitter van de Board of Jewish Education benoemd, terwijl Eisman de Talmoed op inconsequenties onderzocht. 'Wie bestudeert er nu de Talmoed om fouten te zoeken?' vraagt zijn moeder. Later, toen Eisman echt rijk geworden was en iets wilde doen voor het goede doel, kwam hij terecht bij een organisatie genaamd Footsteps, die chassidische joden hielp om de godsdienst vaarwel te zeggen. Zelfs geld weggeven ging niet zonder dwars te zijn.

Hoe je het ook wendt of keert, Eisman was een eigenaardig type. En hij arriveerde op Wall Street aan het begin van een eigenaardige periode. Door de opkomst van de hypotheekobligatiemarkt, een decennium eerder, had Wall Street zich op een tot dan toe onbetreden terrein begeven: de schulden van de gewone Amerikaan. In eerste instantie richtte deze markt zich vooral op het meer solvabele deel van de Amerikaanse bevolking. Nu de hypotheekobligatiemarkt zich had uitgebreid naar minder kredietwaardige Amerikanen, bleef de motor juist draaien op de schulden van het minder vermogende deel.

Hypotheekobligaties weken op belangrijke punten af van ouderwetse zakelijke en overheidsobligaties. Een hypotheekobligatie was geen grote lening met een uitdrukkelijk vastgestelde looptijd. Een

hypotheekobligatie was een claim op de kasstromen van een pool van duizenden individuele hypotheeken op huizen. Deze kasstromen waren altijd al problematisch geweest, omdat de leners het recht hadden om op elk gewenst moment af te betalen. Dat was ook de voornaamste reden dat investeerders aanvankelijk niet stonden te springen om te investeren in leningen op basis van woninghypotheeken. Mensen met een hypotheek betaalden normaal gesproken alleen af als de rente daalde en ze een goedkopere nieuwe lening konden krijgen, waardoor de eigenaar van de hypotheekobligatie een berg geld overhield die hij vervolgens tegen een lagere rente moest investeren. Wie geld investeerde in woninghypotheeken, wist niet hoe lang zijn investering het zou uithouden, maar wel dat hij zijn geld terugkreeg op een moment dat hij er het minst om verlegen zat. De mensen met wie ik bij Salomon Brothers had samengewerkt en die de hypotheek aandelenmarkt hadden gecreëerd, kwamen met een slimme oplossing om deze onzekerheid te beperken. Ze namen grote pools van woningleningen en deelden de betalingen van huiseigenaren in stukjes, tranches genaamd. De koper van de eerste tranche bezat als het ware de begane grond tijdens een overstroming: hij werd geraakt door de eerste golf van vooruitbetalingen van de hypotheeken. In ruil daarvoor kreeg hij een hogere rente. De koper van de tweede tranche – de eerste verdieping van de wolkenkrabber – kreeg de tweede golf van vooruitbetalingen en ontving in ruil daarvoor een iets lagere rente enzovoorts. De investeerder op de bovenste verdieping van het gebouw kreeg de laagste rente, maar had de grootste zekerheid dat zijn investering niet eerder zou eindigen dan hij wilde.

De grote angst van de belegger in hypotheekobligaties in de jaren tachtig was dat hij te snel terugbetaald zou krijgen, niet dat hij niet terugbetaald zou krijgen. De leningenpool voldeed in grootte en kredietwaardigheid aan de voorwaarden die waren gesteld door een van de diverse bestaande overheidsinstanties: Freddie Mac, Fannie Mae en Ginnie Mae. In feite stond de overheid garant voor de

leningen: als de huiseigenaren in gebreke bleven, betaalde de overheid hun schulden af. Toen Steve Eisman deze nieuwe, snel groeiende financiële markt op het spoor kwam, stond men op het punt hypotheekobligaties voor iets nieuws te gebruiken: voor leningen die helemaal niet in aanmerking kwamen voor overheidsgaranties. Het doel was om steeds meer krediet te verlenen aan steeds minder kredietwaardige huiseigenaren, niet om een huis aan te schaffen, maar om het eigen vermogen dat vastzat in het huis dat ze al hadden aan te spreken.

De op subprimewoningleningen gebaseerde hypotheekobligaties borduurden voort op de voor snelle afbetaling gehanteerd logica, maar nu voor gevallen waarin de afbetaling uitbleef. De investeerder op de begane grond, of de eerste tranche, werd niet blootgesteld aan vooruitbetalingen, maar aan verliezen. Hij ving de eerste verliezen op, totdat zijn investering helemaal verdwenen was, waarna de verliezen degene op de eerste verdieping zouden raken enzovoorts.

Begin jaren negentig wijdden slechts twee Wall Street-analisten hun carrière aan de gevolgen van kredietverstrekking aan minderbedeelden. Een van de twee was Steve Eisman; de ander was Sy Jacobs. Jacobs had bij Salomon Brothers hetzelfde trainingsprogramma doorlopen als ik en werkte voor de kleine investeringsbank Alex Brown. ‘Toen ik het trainingsprogramma van Salomon volgde, hoorde ik wat dat grote, nieuwe securisatiemodel dat Lewie Ranieri aan het ontwikkelen was zou gaan doen,’ herinnert hij zich. (Als iemand als geestelijk vader van de hypotheekobligatiemarkt kan gelden, kwam Ranieri het dichtst in de buurt.) Woninghypotheken omzetten in obligaties had reusachtige gevolgen. De passiva van de een waren altijd al de activa van de ander geweest, maar nu kwam het steeds vaker voor dat de passiva werden veranderd in stukjes waardepapier die je aan iedereen kon verkopen. Al snel ontstonden er op de handelsvloer van Salomon Brothers kleine markten in obligaties die door de vreemdste zaken waren gefinancierd: uitstaande creditcardrekeningen, vliegtuigleases, autoleningen

en lidmaatschapsgelden voor de sportschool. Een nieuwe markt scheppen was niets meer dan een nieuwe schuld vinden om te verpanden. De meest voor de hand liggende activa in Amerika waren nog steeds de huizen. Mensen met een eerste hypotheek hadden veel eigen vermogen vastzitten in hun huis; waarom zou dat niet ook gesecuritiseerd kunnen worden? ‘De gedachtegang bij subprimes was,’ zegt Jacobs, ‘dat er een sociaal taboe rustte op een tweede hypotheek dat er niet zou moeten zijn. Als je kredietrapport iets slechter was, betaalde je veel meer – en een hele hoop meer dan je eigenlijk zou moeten betalen. Als we een massamarkt van de obligaties kunnen maken, kunnen we de kosten voor de leners verlagen. Dan kunnen ze creditcardschulden met een hoge rente vervangen door hypotheekschulden met een lagere rente. Zo wordt het een self-fulfilling prophecy.’

De nauwere banden tussen de hoge financiële wereld en de lagere middenklasse goed was voor de lagere middenklasse, zo werd aangenomen. Dankzij deze nieuwe efficiënte werkwijze in de kapitaalmarkt gingen Amerikanen uit de lagere middenklasse een steeds lagere rente voor hun schulden betalen. Begin jaren negentig verkochten de eerste subprimehypotheekverstrekkers – The Money Store, Greentree, Aames – aandelen aan het publiek, zodat ze sneller konden groeien. Midden jaren negentig betraden jaarlijks tientallen nieuwe bedrijfjes de markt die consumentleningen verstrekten. De markt voor subprimeleningen was gefragmenteerd. Aangezien de verstrekkers veel – zij het niet alle – leningen in de vorm van hypotheekobligaties aan andere investeerders verkochten, was de markt ook vol morele risico’s. ‘Het was een markt van snel geld maken,’ zegt Jacobs. ‘Elke markt waarin je een product kunt verkopen waar je aan verdient zonder je af te hoeven vragen hoe het product het doet, trekt fout volk aan. Dat was de keerzijde van het goede idee. Eisman en ik geloofden allebei in het grote idee en we hebben hele foute types langs zien komen. Dat was onze taak: uitzoeken wie de juiste types waren om het grote idee waar te maken.’