

STUDIO GHIDINI, GIRINO &amp; ASSOCIATI

CONSIDERAZIONI INATTUALI

## Il what if non basta, gli scenari probabilistici rendono i fondi più trasparenti

**L** tormentone data 1974, quando si battezzò la Consob e l'ordinamento si dotò della prima, rudimentale regola di trasparenza finanziaria. Chiarezza, comprensibilità, non fuorvianza, idoneità dell'informazione, una quintana di buoni propositi che da sempre cozzano contro il muro del tecnicismo. Così, mentre i legislatori si lambiccano nel ricercare nuovi sinonimi dello stesso concetto, i prospetti informativi, specie quelli dei fondi, diventano sempre più fitti e illeggibili. Un primo passo in avanti era stato compiuto con l'introduzione degli scenari probabilistici, cioè rappresentazioni della distribuzione del rischio calcolata mediante una serie di fattori: in breve, lo scenario dovrebbe ricostruire, sulla base di dati correnti di mercato e calcoli matematici, quante probabilità vi siano che un dato investimento perda o guadagni. La novità, di fatto a regime dal luglio scorso, ora si chiama Kiid (Key information investor document), introdotta dalla direttiva 2009/65 sugli organismi di investimento collettivo (Ucits IV) e dal connesso Reg. 583/2010. Il Kiid è una scheda di un paio di pagine che dovrebbe sintetizzare i principali fattori di rischio di un investimento in fondi. Il tormentone cambia volto e si concentra ora su una misteriosa alternativa: scenari probabilistici o what if? Quest'ultimo metodo si basa sul che cosa accade in presenza di un dato avvenimento (what if) e si limita a prospettare un possibile scenario futuro a seguito di eventi che possano distorcere il mercato. Il pomo della discordia sta nel

modello di Kiid, per come tracciato nelle guideline dell'allora Cesr e ora dall'articolo 7.2.e del reg. 583, dove si allude ai fattori attesi che influenzino la performance del prodotto. Negli ultimi tempi il mondo politico e finanziario è stato avvincolato dal suddetto angustante dilemma per cui solo il what if oggi sia permesso? Un dilemma, invero, senza ragion d'essere data l'ampiezza di quella locuzione atta a legittimare entrambe le metodologie. Né vale opporre che la normativa europea proibirebbe il ricorso agli scenari probabilistici, perché di un espresso divieto è difficile trovare traccia. Vero è che l'ultima modifica del Regolamento Emittenti ha eliminato l'indicazione degli scenari di probabilità previsti invece nella precedente versione (conservandoli però per i prospetti delle unit linked), così come è pur vero che non esiste alcuna norma proibitiva, constando semmai un'espressa facoltà di introdurre a livello nazionale norme più stringenti di quelle europee, che poi così stringenti non sono. La sciarada normativa non è dunque irrisolvibile e la diatriba è un classico esempio di complicazione di un affare semplice (difatti l'enigma è stato risolto dall'Amf francese, che ha suggerito a fondi mobiliari e immobiliari anche l'impiego di indicatori probabilistici e, a ben vedere, analoga indicazione è rinvenibile nelle linee guida del Cesr: non è quindi l'Europa, per una volta, ad essere un problema). Data la capienza del riferimento, resta da chiarire se sia preferibile optare per l'uno o per l'altro metodo di rappresentazione ovvero per entrambi. Per la

verità, non serve scegliere: basta ragionare. Il metodo what if può essere un prezioso indicatore solo se completato da uno scenario probabilistico: semplificando in modo un po' rozzo, se il Kiid allerta sul fatto che il titolo potrebbe scendere se salisse lo spread, l'investitore potrebbe solo spaventarsi perché non gli si dice quante probabilità vi sono che quell'evento si verifichi. Senza scenari di probabilità il what if può rivelarsi un metodo predittivo incompleto, arbitrario e selettivo, in definitiva inservibile quando non pericoloso. Anche lo scenario probabilistico va preso con le pinze, ma lo stato della scienza statistica è tale per cui basta imporre agli emittenti di adottare le loro stesse metodologie di stima. Siccome nulla è immutabile, specie in finanza, lo scenario dovrebbe essere aggiornato periodicamente e comunque nel caso in cui un what if si avveri o rischi di avverarsi. Suona paradossale che legislatori e regolatori si interrogino se sia meglio conservare o meno un efficace elemento informativo finendo poi col cancellarlo, quando invece avrebbero potuto agevolmente mantenerlo, avvalendosi della norma comunitaria che accorda tale facoltà. Tanto più paradossale quanto più si soppesino gli sforzi compiuti per conferire alla trasparenza quell'effettività che ancora le manca: l'irrinunciabile premessa di un mercato informato e sicuro. Forse i tormentoni sono come i cicloni. Nel loro occhio non c'è la tempesta, bensì il nulla, e chi riesce a infilarsi dentro può sguazzarvi. (riproduzione riservata)

**Emilio Girino**