

## L'ignoranza finanziaria della Consob

Unipol-Fonsai, tutti gli errori della strana alleanza Vegas-Mucchetti. Anna Genovese alla presidenza

Umberto Cherubini



(NICO CASAMASSIMA/AFP/Getty Images)

Roberto D'Agostino, l'inventore del tipo "edonista reaganiano" e Massimo Mucchetti, alfiere dell'approccio "Geronzo-cratico" alla finanza (quello dei mandriani e dei buoi) sono scesi in campo a favore di Giuseppe Vegas, su Dagospia e Repubblica, nella vicenda Unipol-Fonsai. Piercing e tatuaggi da un lato, occhialini e portamento milanese dall'altro, si sono arruolati nello stesso esercito. Sembra che manchi solo Brancaleone. Ma di fronte all'argomentazione di questi interventi, la prima reazione è proprio quella di una famosa battuta di un avversario di Brancaleone da Norcia: "ti vedo e ti piango".

C'era una volta una commissione fatta di tre commissari, che aveva sul suo tavolo la valutazione di un tesoro fatta da un ufficio di esperti. Un altro ufficio della stessa struttura, composto stavolta da contabili (esperti sì ma non di come si calcolano i prezzi), ha un

altro prezzo, di 600 milioni più alto. Di fronte a queste posizioni opposte (ma anche diversamente autorevoli) un commissario vota contro, uno si astiene e il presidente della commissione che fa? Approva, e, poiché il suo voto vale doppio, decide lui, e spazza via con un tratto di penna gli uffici e i due commissari. Questo è il caso **Vegas**, e la commissione è **la Consob**. È chiaro a tutti che gli aspetti tecnici della valutazione del “tesoro” sono elementi di secondo piano, anzi non c’entrano niente. Che sia avvenuto in Consob o in un condominio, e che abbia riguardato un portafoglio di 7 miliardi di titoli strutturati di Unipol o una grondaia, non fa differenza. Il caso Vegas è il caso di uno che decide a dispetto dei suoi pari e della propria struttura. La domanda che emerge immediatamente è: se il presidente se ne frega della struttura e dei commissari, perché mai abbiamo bisogno di una struttura e di commissari? E, di nuovo, potremmo parlare di telecomunicazioni, di antitrust o privacy. Il tema è puramente amministrativo e indipendente dal merito. Riguarda un organo che all’interno di un organismo collegiale aumenta il suo peso e di fatto lo trasforma in monocratico.

La **spiegazione proposta da Vegas** (si veda la sua intervista apparsa su *La Stampa* del 28 maggio), quella di un arbitraggio all’inglese, di uno che lascia correre per incoraggiare il gioco, non ha niente a che vedere con il suo caso. Ignorando il resto dei commissari e le valutazioni dell’unico ufficio della struttura competente per il *pricing* dei titoli strutturati (l’Ufficio Analisi Quantitative), si è comportato come un arbitro che sconfessa il resto della squadra arbitrale, e perfino la moviola. Questo è l’argomento principale del contendere, **come ha anche riconosciuto Marco Onado sul Sole 24 Ore del 7 giugno**. Su questo fronte di tipo organizzativo, al **Festival dell’Economia di Trento** Renzi ha annunciato il completamento della Commissione con la nomina del terzo commissario, posto ancora vacante dal dicembre 2013. Gli economisti invece invocano il ritorno alla commissione a cinque membri, anziché a tre, cui era stata portata dal governo Monti in omaggio al tipo di *spending review* di moda in quel tempo (diciamo la *spending review* in stile “miricae”).

In realtà, entrambe queste misure sembrano reazioni deboli e laterali al problema. Completare la Commissione in queste condizioni potrebbe addirittura essere dannoso. È ovvio a tutti, infatti, che a questi chiari di luna, il posto di commissario Consob non è poi così appetito. Anzi, per dirla tutta, lasciare il proprio lavoro per accorrere alla corte di Vegas sembra più la condanna a una pena che un’investitura. E siccome non è una pena (nel qual caso, comunque, i servizi sociali sarebbero forse preferibili), c’è il serio rischio che accetti la nomina a commissario qualcuno che non ha niente di meglio da fare. Non un bel viatico per la soluzione dei problemi della Commissione, almeno per il tempo di un mandato.

Anche l’idea di ritornare dalla difesa a tre a quella a cinque non pare risolutiva. In fondo l’idea è che una difesa a cinque consentirebbe di diluire le papere di Vegas. Ma questo argomento che le castronerie si annullano per la legge dei grandi numeri pare ancora un palliativo. L’attacco diretto al problema richiederebbe invece la possibilità di rimuovere il presidente, e i commissari, che

fanno papere, piuttosto che schermarli. Sembrerebbe quindi più ragionevole, al di là della difesa a tre o a cinque, istituire una sorta di “collegio dei probi viri”, composto da indipendenti di provata esperienza, che possa, con modalità da definire, mostrare il cartellino giallo o rosso a presidente o commissari quando fanno castronerie di dimensioni rilevanti. Il costo sarebbe minimo: io probabilmente faccio ancora parte di un collegio simile per un mercato borsistico, e non ho mai visto un euro, perché il pagamento è a gettone nel momento in cui il collegio è convocato per dirimere una questione. Inoltre, in casi estremi come quello in questione, in cui tutti gli esperti censurano pubblicamente con un coro unanime l'operato di Vegas, la decisione di un collegio dei probi viri sarebbe immediata e eviterebbe la protervia dal lato dell'autorità e la rassegnazione dal lato del mercato. Perché il mercato ha una caratteristica importante in comune con la politica: non può attendere i tempi della giustizia, e non può limitarsi ai termini della legge. In altri termini, non importa se il comportamento di Vegas abbia violato la legge o meno se ha arrecato comunque un danno al mercato, indebolendo la reputazione della Consob. Per questo, il mercato non può permettere che questo depauperamento continui per tutta la seconda metà del suo mandato. La presenza di un collegio di garanzia consentirebbe di agire tempestivamente.

Fin qui il problema di tipo organizzativo ed amministrativo: il caso Vegas. Ma se fosse solo questo, un mio intervento sarebbe stato ridondante. Non sono esperto di materie amministrative, e, soprattutto, “non ci tengo, né ci tesi mai”. La proposta sopra è quindi un'idea lanciata agli esperti del settore. Ma c'è un ragionamento più profondo, di tipo economico e finanziario, che è emerso nel dibattito (forse solo per sviarlo), e che rappresenta un virus sotterraneo potenzialmente ancora più dannoso del caso Vegas, e comunque alla radice di esso. È il ruolo dell'ignoranza finanziaria. Un ruolo complesso, che è emerso più volte nelle dichiarazioni di Vegas, e che di fatto è stato teorizzato da Massimo Mucchetti in un articolo su Affari e Finanza di Repubblica del 2 giugno.

Vegas e Mucchetti sono divisi dalla politica come Don Camillo e Peppone, ma sono uniti da una teoria bizzarra sul funzionamento dei mercati finanziari. Espresa in forma paradossale, si tratta dell'idea che l'ignoranza possa essere un ingrediente dello sviluppo. Se gli investitori vedono troppo, e soprattutto vedono i prezzi oscillare, non investono. Ricordo ad esempio che Mucchetti in una puntata de *L'Infedele* ai tempi della crisi parlò addirittura di chiudere i mercati azionari. Prezzo non vede, portafoglio non duole. Nello stesso modo, da parte sua Vegas in una famosa audizione al Senato in cui sconfessò la tecnica degli scenari probabilistici dell'Ufficio Analisi Quantitative, in risposta a una domanda sul tema citò la possibilità che, spaventati da analisi di quel tipo, gli investitori avrebbero potuto non sottoscrivere i titoli di stato italiani. Al di là delle questioni che discutemmo allora (tipo il fatto che i Btp non erano interessati alla questione perché non hanno prospetto), la filosofia è quindi che troppe analisi e troppe valutazioni possono confondere gli investitori e arrecare un danno all'economia riducendo il capitale in circolazione. La teoria rimanda alla tradizione del salotto buono e del “parco buoi”. È

bene che i buoi non abbiano un'idea della probabilità di finire al macello, se no non entrano a pascolare. Di questa teoria abbiamo già detto, qui su *Linkiesta*, commentando la battuta di Vegas all'audizione al Senato: la teoria economica va concordemente in direzione opposta e contraria; maggiore trasparenza, minore incertezza, maggiore voglia di rischiare e di investire.

L'ignoranza è quindi un freno agli investimenti. Ma la teoria dell'ignoranza per la crescita purtroppo è costruita essa stessa sull'ignoranza, e nel caso specifico, su un errore madornale che porta Mucchetti e Vegas a confondere due cose che un esperto di finanza dovrebbe sempre tenere separate: la valutazione dei prodotti finanziari e la valutazione delle scelte di investimento. La differenza è fondamentale perché la valutazione delle attività finanziarie dipende solo dai prezzi correnti, e non dipende dal futuro, mentre la valutazione delle scelte di investimento dipende principalmente dalla capacità di prevedere il futuro. Il principio fondamentale che ogni studente di finanza impara all'università è che la valutazione di un prodotto finanziario non deve dipendere dalle previsioni soggettive di chi fa il prezzo. In altri termini, seppure Mucchetti ed il sottoscritto possiamo avere idee diverse sulla prospettiva dei Btp, facciamo lo stesso prezzo su di essi o su un derivato (ad esempio il famoso Santorini di Mps su cui sembra che Vegas abbia ancora votato d'autorità): il motivo è che il prezzo del Btp di oggi è legato alla curva dei tassi sull'euro di oggi e ai derivati di credito sulla Repubblica Italiana. Se uno di noi due, io o Mucchetti, sgarra perché invece di guardare a questi prezzi di oggi fa delle sue personali previsioni rosee o nere sul futuro, l'altro lo punisce infliggendogli un arbitraggio (levandogli le mutande, nel gergo dell'uomo comune), e lasciandolo così, nudo, a fantasticare sulle sue previsioni future.

In pratica, i prodotti finanziari sono senz'altro fatti per investire e scommettere sul futuro, ma il loro valore ha un costo di produzione che li rende simili a qualunque altro prodotto, come un abito o un'autovettura. E non penso che nessuno quando si compra un abito pensi a quanto varrà il tessuto in futuro. Lo stesso principio si applica anche, e soprattutto, ai 7 miliardi di prodotti strutturati sottoposti alle verifiche della Consob. Se l'Ufficio Analisi Quantitative guidato da Marcello Minenna ha rilevato un minor valore di 600 milioni, significa che ha preso in considerazione fattori di rischio che l'altro ufficio ha ritenuto che il mercato potesse ignorare. Ha valutato la qualità dell'abito molto peggiore di quanto l'abbia valutato l'altro. La differenza non riguarda quindi le previsioni di Minenna o degli altri uffici, ma una fonte di rischio che è stata prezzata nell'analisi e ignorata nell'altra. Che il Presidente della Consob decida di imperio senza neppure documentare questa differenza abissale di valutazione non è comportamento accettabile.

In questa confusione tra scelte di valutazione e scelte di investimento, tra valore corrente e valore futuro, Mucchetti fonda la sua difesa di Vegas sul "come è andata a finire". Per metà del suo intervento sciorina dati sulla fusione Unipol-Fonsai, che niente ha a che fare con l'aver ignorato 600 milioni di rischi nei termini di scambio in cui questa fusione è stata realizzata. Inoltre, questa mania del valutare, o meglio insabbiare tutto su come è andata a

finire, ha un vizio logico molto chiaro a tutti: magari se le regole fossero state rispettate sarebbe andata a finire anche meglio, e poi chi ci dice che l'esempio di questo precedente non faccia andare in malora qualche fusione futura? E poi ci sono informazioni che un ex-giornalista economico dovrebbe tener presente. Poco tempo fa Colin Mayer, un famoso esperto di regolamentazione e governance, in visita a Bologna, ha detto che nei sei mesi dopo essere stata coinvolta nel caso di frode sui tassi Euribor, Barclays ha visto salire il suo valore di borsa per oltre il 60% (oltre il 50% se aggiustato per il mercato). In altri termini, i mercati non tengono conto della reputazione. Dovremmo dunque concludere che la reputazione, in questo caso quella della Consob, non ha nessun valore neppure per noi?

Poi, Mucchetti stringe, senza accorgersene, il nodo scorsoio intorno a Vegas, con un tentativo di “benaltrismo”, per dirla con un termine coniato nel Pd. E si lancia nella difesa con una domanda retorica letale: **“mi domando se l’analisi quantitativa debba essere applicata solo in occasione della verifica dei rapporti di concambio, o non anche in relazione della redazione dei bilanci, di aumenti di capitale o di emissioni obbligazionarie. E se l’applicazione sia stata fatta a tappeto sarei curioso di leggere un’inchiesta sulla attività della Consob in materia”. Davvero un bel colpo, da parte di Mucchetti, che pare ignorare che l’opposizione “all’analisi quantitativa” è stato il vero filo conduttore di quella stessa presidenza Vegas di cui prende le difese. È un peccato che sia sparita dalla rete la registrazione dell’audizione di Vegas che ha rappresentato il punto più alto, e più basso, di questa lotta, quella in cui la teoria dello sviluppo basato sull’ignoranza veniva partorita con la genialità dell’improvvisazione: ma se uno fa conoscere i rischi dei Btp, chi li sottoscrive più?**

Che dire, in conclusione, di questo compromesso storico in campo finanziario che ci è stato offerto da Vegas e Mucchetti? Resta il caso di un vecchio ricercatore di diritto ecclesiastico, che al vertice della Consob, autorità preposta alla trasparenza, ignora il parere di un ufficio di una decina di “quant”, fisici e teste d’uovo che per una volta invece che per le banche lavorano per la legge e per la trasparenza. S’ode a sinistra la difesa di Mucchetti, presidente della commissione industria del Senato, che dice che di fronte al prodigio della fusione 600 milioni vanno e vengono (e per qualcuno questa volta sono andati). E sulla questione della difesa a tre invece che a cinque, conclude con una perla. Dice: “ma di questo si deve chiedere conto ai governi, non alla Consob. Anche perché, oggi, in una commissione a due, il presidente diventa ancora più padrone non per merito, né per colpa sua.” Il concetto è chiaro. L’occasione fa il presidente prepotente. E fare una prepotenza, ignorando il giudizio degli altri commissari e della struttura, “non è merito, né colpa sua.” Di chi è? Ma della Provvidenza, ovviamente. E pare che finché non opererà la Provvidenza in persona Vegas sia costretto a prevalere, come è puntualmente successo anche in occasione dell’aumento di capitale del Monte dei Paschi.