

La Possibilità di Misurare e Comprendere i Rischi e le Opportunità della Finanza Strutturata

1. PREMESSA

La responsabilità che la diffusione incontrollata di prodotti finanziari opachi e la conseguente esposizione a livelli di rischio eccessivi hanno avuto nella genesi e nella propagazione a tutti i livelli della crisi finanziaria internazionale è acclarata. A livello sistemico queste dinamiche sono state possibili soprattutto a causa della mancanza di trasparenza. L'occultamento dei rischi o la loro impropria identificazione, misurazione e rappresentazione hanno creato un terreno fertile per la disseminazione di prodotti finanziari derivati e strutturati (molti dei quali rivelatisi poi "tossici") nei portafogli di tutti i settori economici: banche e altre istituzioni finanziarie, Stati sovrani, amministrazioni locali e risparmiatori.

Consideriamo dapprima l'industria finanziaria. Si tratta di un settore dell'economia che pur essendo estesamente regolamentato opera molto spesso sulla base di principi molto lontani da quelli della sana e prudente gestione privilegiando la ricerca di opportunità di profitto cui si accompagnano inevitabilmente rischi molto elevati. Questo tipo di operatività esiste e persiste con la complicità di gravi inadeguatezze nella regolamentazione dell'industria finanziaria. Del resto la stessa crescita del mercato interbancario collateralizzato è connessa al fatto che le banche, ignorando le reali condizioni finanziarie reciproche, diffidano l'una dell'altra in ogni transazione interbancaria e chiedono garanzie collaterali con discriminazione dei titoli dei paesi finanziariamente più deboli ed un conseguente incremento dei costi e delle inefficienze operative.

In particolare, la contabilità e la gestione attivo-passivo (*asset-liability management*) delle banche sono sottoposte a una regolamentazione prudenziale, ad una disciplina contabile e alla vigilanza di stabilità e di trasparenza da parte di apposite Autorità. Ne discende che, sul piano teorico, le banche dovrebbero funzionare nel rispetto di opportune regole di stabilità e i loro bilanci dovrebbero permettere alle Autorità di vigilanza e al mercato dei creditori e degli investitori di comprendere l'effettivo valore dell'azienda, la sua capacità di fare utili e di remunerare gli azionisti e la sua leva finanziaria.

Purtroppo, sul piano concreto, la presenza di molteplici e dettagliati presidi normativi e di controllo comportamentale non ha impedito alle banche di seguire invece condotte operative estremamente azzardate che mettono spesso in tensione il loro equilibrio finanziario. Nei casi più clamorosi queste condotte sono state poste in essere in violazione del quadro normativo di riferimento per il settore bancario; tuttavia, nella maggior parte dei casi non è stato necessario violare la regolamentazione vigente perché le sue lacune consentono un'operatività e una rappresentazione dello "stato di salute" delle banche del tutto conformi alle regole esistenti ma allo stesso tempo capaci di dissimulare la reale situazione di solidità delle banche. A lungo andare, questo scollamento tra realtà e apparenza viene alla luce in tutta la sua pericolosità rivelando una debolezza sistemica del settore bancario di cui il mercato "chiede il conto" (ad esempio esigendo *spread* creditizi più elevati) ma anche l'inadeguatezza dell'apparato complessivo delle regole che governano il funzionamento di questo sistema.

Da un punto di vista di efficacia della regolamentazione non si può fare a meno di osservare che nel contesto Europeo (e non solo) si è sempre privilegiata la “quantità” alla “qualità”. Così, ad esempio, le valutazioni di stabilità delle banche sono effettuate dalla *European Banking Authority* (EBA) attraverso *stress test* dell’EBA basati su semplicistiche logiche di rappresentazione di scenari stile *what-if* che sono del tutto inadeguate per un completo *assessment* dei rischi in capo al sistema bancario (anche se c’è da dire che hanno almeno portato alla luce l’eccessiva rivalutazione di alcune poste di attivo). Un altro esempio (in vero non circoscritto solo alle banche ma anche al settore *corporate*) sono i principi contabili internazionali (IAS e IFRS) che prevedono solo per alcune poste del bilancio la valutazione a mercato (c.d. *fair value evaluation*) e, quindi, legittimano una rappresentazione di attivi e passivi bancari che è completamente disancorata dal loro valore corrente e che sottovaluta i rischi delle posizioni in essere (ad esempio tramite azzardate ipotesi di *haircuts* su poste chiaramente in *default* ovvero di valutazioni degli avviamenti).

L’elemento ricorrente delle lacune del quadro regolamentare è che la mancanza di una logica di mercato in cui valore e rischio di un’attività o passività finanziaria sono le due facce della stessa medaglia e, proprio per questo motivo, non possono essere considerati separatamente.

Il medesimo problema ricorre nel sistema delle regole che disciplinano l’offerta e la distribuzione di prodotti finanziari al pubblico degli investitori, specie quelli non professionali (*retail*). Nel loro rapporto con chi ingegnerizza e vende prodotti finanziari gli investitori *retail* versano in una condizione di asimmetria informativa per loro potenzialmente penalizzante. Proprio per superare questa disparità tra domanda e offerta di prodotti finanziari esiste un’apposita disciplina di trasparenza (realizzata tradizionalmente con il prospetto) che ha il compito di assicurare all’investitore la disponibilità di informazioni chiare ed esaustive sui rischi e le opportunità dei prodotti finanziari offerti. Purtroppo, nel concreto, anche la regolamentazione di trasparenza (come quella prudenziale e come la disciplina contabile) difetta vistosamente della logica di mercato basata sul binomio valore-rischio. La *disclosure* sulle caratteristiche e i rischi dei prodotti finanziari è infatti affidata ad una descrizione narrativa che inonda l’investitore di informazioni in larga parte inutili (provenienti da un repertorio di frasi fatte e luoghi comuni come l’“*opportunità di partecipare ai rendimenti dei mercati azionari*” e amenità simili) e spesso anche parziali e fuorvianti se non appropriatamente contestualizzate.

Un caso emblematico sono gli scenari c.d. *what-if*. Spacciati come la grande novità del KIID – il documento con le informazioni-chiave per l’investitore che sta sostituendo il prospetto (accusato, non ingiustamente, di essere troppo lungo e dispersivo) nella disciplina di trasparenza a livello Europeo sui prodotti finanziari strutturati – gli scenari *what-if* altro non sono che la riproposizione di un’informativa già ampiamente utilizzata in passato dagli intermediari incaricati della commercializzazione del prodotto e basata su ipotesi iper-semplificate della performance di un prodotto. Ad esempio, un tipico *what-if* può dire che se il mercato sale del 10% un prodotto guadagna il 20% e che se il mercato scende del 10% lo stesso prodotto perde il 5%; questa può anche essere un’informazione vera ma sicuramente non utile per capire il prodotto. Anzi. Così com’è può risultare fuorviante e orientare l’investitore nel senso dell’acquisto omettendogli che magari la probabilità corrente che il mercato salga del 10% è pari a zero mentre quella di scendere del 10% è del 90%. Siamo cioè di fronte al paradosso che la regolamentazione di trasparenza aumenta lo svantaggio informativo di cui soffre l’investitore e diventa alleato delle banche nella

vendita di prodotti costosi e rischiosi piuttosto che incentivarle a progettare e distribuire prodotti ad alto valore aggiunto e con una ragionata gestione del rischio.

Di contro, proprio a causa della stretta relazione valore-rischio la corretta rappresentazione dei rischi è fondamentale per comprendere l'effettivo valore di un prodotto finanziario e, quindi, evitare pratiche di *mis-pricing*, ossia la distribuzione ad un prezzo più alto del *fair value* ed il conseguente prelievo di costi occulti ai danni degli investitori.

Il fenomeno del *mis-pricing*, favorito da una regolamentazione avulsa dalla logica del mercato, in passato si è manifestato molto spesso nei prodotti di finanza strutturata, dove (al di là delle lacune della disciplina di trasparenza) è senza dubbio più facile per una banca approfittare della difficoltà dell'investitore di compiere autonomamente una corretta valutazione del prodotto e, quindi, capire se quest'ultimo vale il prezzo pagato oppure no.

La crisi finanziaria ha ostacolato solo temporaneamente queste dinamiche. Infatti, nei primi anni della crisi si è registrato un crollo della fiducia degli investitori che si è accompagnato ad una notevole contrazione della domanda di prodotti finanziari strutturati. Tuttavia, in poco tempo le banche sono riuscite a ripristinare gli extra-profitti da *mis-pricing* anche riposizionando parte della propria offerta su prodotti finanziari apparentemente semplici ma che, a fronte di rendimenti contenuti, incorporano un rischio di credito elevato. In un contesto di mercato sfavorevole, caratterizzato dall'aggravio dei costi di *funding* associato all'esplosione degli *spread*, le banche hanno infatti concentrato porzioni rilevanti della loro offerta di prodotti finanziati su titoli con caratteristiche standard ma in cui spesso il rendimento pagato all'investitore non è proporzionale rispetto ai rischi sopportati, specie quello di credito. Questo tipo di operatività si inserisce in quella che può essere definita "intermediazione da *spread*" in quanto permette alle banche di realizzare profitti lucrando sulle differenze di *spread* esistenti tra le loro attività (ad esempio titoli di Stato) e le loro passività finanziarie (obbligazioni che incorporano quanto meno il rischio-emittente della banca che tipicamente è più alto di quello dello Stato).

2. IMPLICAZIONI DELLA MANCANZA DI TRASPARENZA SUI RISCHI A LIVELLO MACRO

Analizziamo ora le implicazioni delle dinamiche descritte sinora in una prospettiva macro a livello Europeo. L'obiettivo è quello di capire se e in quale misura il *mis-pricing* dei prodotti finanziari possa determinare trasferimenti netti di ricchezza tra i Paesi Europei in relazione alle loro dimensioni finanziarie e alla loro posizione di acquirenti netti o invece di investitori netti in attività finanziarie.

Consideriamo pertanto 5 tra le maggiori economie Europee: Germania, Spagna, Italia, Francia e Regno Unito. Andando ad esaminare la composizione della ricchezza finanziaria netta delle famiglie in ciascuno di questi Paesi si scopre che Italia, Germania e Francia sono i principali acquirenti di prodotti finanziari, peraltro in misura molto differente dato che gli investimenti finanziari delle famiglie italiane sono circa 2-3 volte quelli delle famiglie tedesche e francesi. Di contro il Regno Unito, tradizionalmente caratterizzato da una bassa propensione al risparmio delle famiglie, ha una quota abbastanza marginale di investimenti in prodotti finanziari e ancor più

marginale è la quota della Spagna dove, anche per via della situazione di *stress* finanziario del sistema-Paese, la gran parte della ricchezza finanziaria delle famiglie è impiegata in liquidità (depositi e valute).

Per individuare i Paesi che sono invece i principali offerenti di prodotti finanziari abbiamo utilizzato come *proxy* la dimensione dei relativi sistemi bancari (misurata in termini di totale degli attivi delle banche). Non sorprendentemente, applicando questi criteri, il Regno Unito ha la quota maggiore di commercializzazione di prodotti finanziari seguito da Francia e Germania mentre Italia e Spagna occupano le ultime posizioni.

Dal quadro appena descritto emerge che l'Italia, per via dello sbilanciamento tra domanda e offerta di prodotti finanziari, è il Paese più esposto al rischio di "importare" finanza tossica (o comunque di scarsa qualità) dagli altri Paesi Europei ossia al rischio di subire indebite decurtazioni del risparmio finanziario delle famiglie attraverso investimenti in *assets* opachi e inefficienti sotto il profilo costi-rischi-rendimenti.

In particolare, considerando il flusso annuale di ricchezza finanziaria che le famiglie destinano all'investimenti in prodotti finanziari e assumendo che il 10% di queste attività finanziarie sia di scarsa qualità (con un *mis-pricing* medio dell'ordine del 10%), emerge che annualmente l'Italia subisce un drenaggio netto di risorse pari a circa 20 miliardi di euro, di cui il 50% a favore del Regno Unito e il restante 50% in modo sostanzialmente equi-ripartito tra Germania e Francia. Tramite analoghe elaborazioni si stima che anche Germania e Francia trasferiscono ricchezza finanziaria verso il Regno Unito, ciascuna per circa 10 miliardi di euro l'anno.

L'assenza di adeguati presidi di misurazione e rappresentazione dei rischi agli investitori *retail*, consentendo alle istituzioni finanziarie di applicare costi occulti nell'offerta e commercializzazione dei prodotti finanziari, determina quindi trasferimenti netti di ricchezza tra i diversi Paesi dell'area euro e tra questi e il Regno Unito (che in Europa è la più grande economia che non ha aderito alla moneta unica). Considerato che i trasferimenti interni all'Eurozona vanno dalle economie più deboli (Italia) a quelle più forti (Germania e Francia) e che quelli tra Eurozona e Regno Unito sono a segno positivo per quest'ultimo, è evidente che la mancanza di una reale trasparenza sui rischi e i costi dei prodotti finanziari concorre ad alimentare un meccanismo redistributivo iniquo sia all'interno dell'area euro sia tra questa ed altre economie Europee.

In questa prospettiva (oltre che per evidenti ragioni di tutela del risparmio dei singoli individui) risulta dunque prioritario rivedere la disciplina Europea in materia di trasparenza sull'offerta e sulla distribuzione di prodotti finanziari allo scopo di introdurre delle regole che assicurino agli investitori *retail* la disponibilità di informazioni chiare, sintetiche ed esaustive sulle proposte di investimento che provengono dalle istituzioni finanziarie.

3. FAIR VALUE E SCENARI DI PROBABILITÀ COME SOLUZIONE AL PROBLEMA DELLA TRASPARENZA

Poiché la principale incognita di un prodotto finanziario è la sua rischiosità – intesa come incertezza dei possibili risultati di un investimento – la chiara e corretta rappresentazione dei rischi deve

guidare l'informativa da fornire agli investitori non professionali. Sui mercati finanziari il rischio si misura attraverso le probabilità. Non a caso lo stesso *fair value* di un prodotto finanziario è ottenuto attualizzando ogni possibile valore finale di quel prodotto opportunamente ponderato per la sua probabilità. E il *fair value* è fuor di dubbio un elemento informativo inderogabile per l'investitore.

Ma non basta. Per un'adeguata comprensione all'investitore serve anche conoscere, ancorché in termini sintetici, la relazione tra rischi e *payout* di un prodotto, vale a dire quali sono le probabilità di guadagnare, di perdere e di "pareggiare" (c.d. *break-even*) sottese a un determinato investimento finanziario e il capitale finale che si troverà in mano in corrispondenza di ciascuno di questi scenari. Queste informazioni possono essere facilmente riepilogate in una tabella che riassume l'intera distribuzione di probabilità dei valori finali di un prodotto finanziario in soli tre scenari:

- 1) "Il risultato dell'investimento finanziario è negativo";
- 2) "Il risultato dell'investimento finanziario è neutrale";
- 3) "Il risultato dell'investimento finanziario è positivo".

I vantaggi diventano oltremodo chiari nel momento in cui il risparmiatore può confrontare diversi prodotti attraverso le tabelle di probabilità e può capire a colpo d'occhio le differenze nel rischio e nel rendimento potenziale connessi con ogni investimento finanziario. Per parlare chiaro, facciamo alcuni esempi.

Allo sportello una banca propone al correntista due alternative di investimento. Da un lato, un classico BTP a 3 anni che rende il 4.6%; dall'altro un'obbligazione della banca che offre lo stesso tasso di rendimento. Senza l'ausilio delle probabilità il risparmiatore medio non ha molti elementi per capire su cosa sia meglio investire: le due obbligazioni sembrano identiche. L'impiegato allo sportello ha gioco facile nel promuovere l'obbligazione della propria banca, anche solo puntando sull'apparente indifferenza degli investimenti e sulla fedeltà del correntista.

Immaginiamo di essere in un mondo lievemente diverso da quello attuale (chiamiamolo "virtuoso"), dove il correntista può consultare immediatamente le due tabelle di probabilità in Figura 1. Diamo un'occhiata anche noi.

Le probabilità in Figura 1 danno un'informazione incontrovertibile: l'obbligazione bancaria è più rischiosa: le *chances* di sperimentare un rendimento negativo salgono dal 15% del titolo di Stato al 30% dell'obbligazione bancaria: esattamente raddoppiate. Però non c'è nessuna compensazione per il risparmiatore, dato che in media si guadagna quasi lo stesso, anzi un po' di meno per l'obbligazione bancaria a causa dei costi di sottoscrizione (12 € in 3 anni su 100 € investiti contro i quasi 14 € del titolo di Stato). Lo scenario di un risultato dell'investimento *neutrale* non è valorizzato perché per come funzionano queste due obbligazioni (tasso fisso ben sopra il tasso *risk-free* di mercato) o si vince (guadagnando appunto un extra-rendimento rispetto al *risk-free*) o si perde (scenario di rendimento negativo collegato al possibile *default* dell'emittente).

Quindi, anche se non ha contezza del rischio di credito dello Stato e di quello della banca, dei rapporti di stretta interdipendenza tra Stato e banche che giustificano quei valori e di altri concetti complessi di economia e finanza, l'investitore al dettaglio rileva che con l'obbligazione bancaria

rischia di più di perdere i propri soldi, e se guadagna, ottiene anche di meno rispetto all'investimento in BTP.

Figura 1. – Confronto di un investimento in BTP e di uno in un'obbligazione bancaria attraverso la tabella di probabilità



Titolo di Stato
(3 anni – tasso fisso: 4.6%)

Scenari di Probabilità	Probabilità dello scenario	Valore Finale Medio
Il risultato dell'investimento è <u>negativo</u>	15.07%	45.77
Il risultato dell'investimento è <u>neutrale</u>	0%	0
Il risultato dell'investimento è <u>positivo</u>	84.93%	113.96

Obbligazione Bancaria
(3 anni – tasso fisso: 4.6%)

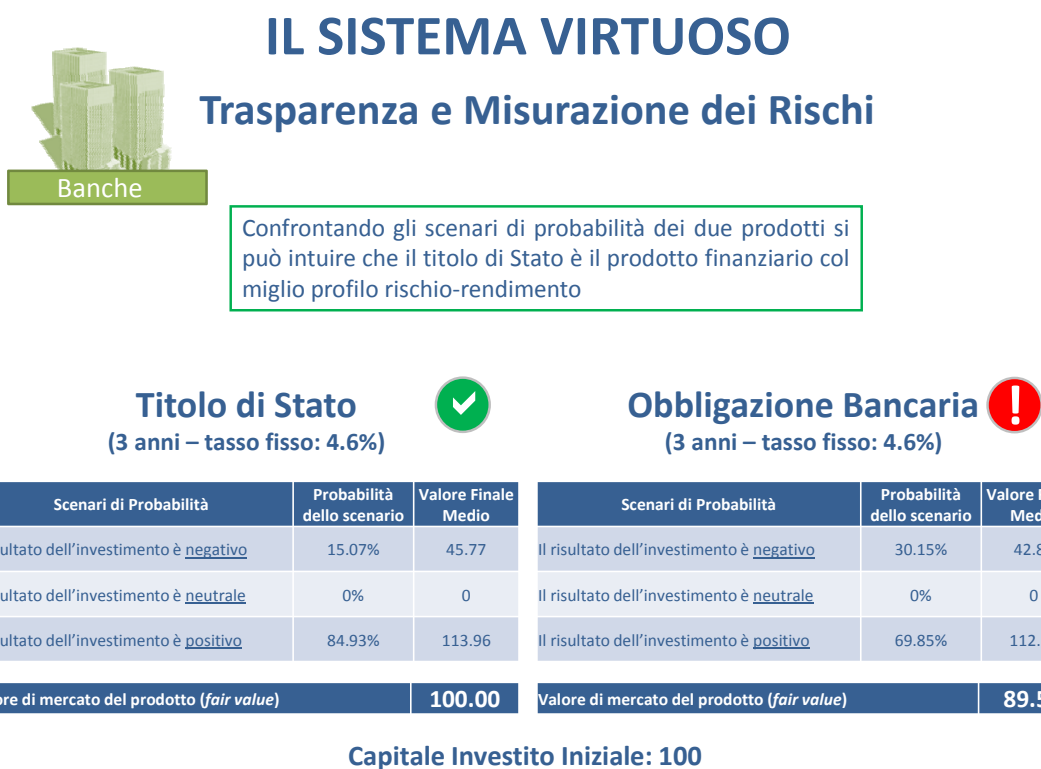
Scenari di Probabilità	Probabilità dello scenario	Valore Finale Medio
Il risultato dell'investimento è <u>negativo</u>	30.15%	42.84
Il risultato dell'investimento è <u>neutrale</u>	0%	0
Il risultato dell'investimento è <u>positivo</u>	69.85%	112.72

Il *fair value* dei due prodotti riportato in Figura 2 ci conferma che l'obbligazione bancaria non è affatto un buon investimento: se il titolo di Stato vale 100 € l'obbligazione bancaria non arriva a valere nemmeno 90 €(ma all'investitore viene chiesto di versarne 100!).

Il gioco facile di intermediare il rischio di credito dello Stato viene dunque spezzato alla radice, perché l'informativa data in sede di offerta non consente di svolgere arbitraggio tra l'equa remunerazione del rischio chiesta agli Stati in asta e quella non equa riconosciuta ai risparmiatori.

Questo non vuol dire che permettere all'investitore di accedere alle probabilità attraverso le quali il prodotto è ingegnerizzato impedisca la vendita *tout court* di buoni prodotti da parte delle banche o di altre istituzioni finanziarie. Infatti, nella stessa misura in cui le probabilità evidenziano a chiare lettere i rischi in cui incorre il risparmiatore, mettono in mostra anche le potenzialità di guadagno di un investimento.

Figura 2. – Selezione di un investimento in BTP attraverso la tabella di probabilità



Chiariamo il punto con un secondo esempio.

Stavolta allo sportello viene proposto al correntista un investimento più sofisticato, dal nome altisonante (*EuroStoxx 50 – Double Capital Protection Digital Guaranteed*) che coniuga la possibilità di ottenere rendimenti elevati con un'esposizione al rischio di perdita connessa non con il *default* dell'emittente ma con l'evoluzione dell'indice azionario *EuroStoxx 50*. Attraverso l'ingegneria finanziaria, la banca disegna un meccanismo di protezione che mira a limitare le perdite possibili per il risparmiatore. Inoltre il rischio-emittente viene sostanzialmente neutralizzato dalla presenza di una garanzia di un soggetto terzo caratterizzato da un elevato merito di credito. La semplice descrizione di questo investimento richiederebbe pagine e pagine di prospetto, ma non ci aiuterebbe a capirne i reali rischi e le potenzialità. Proviamo a vedere cosa succede calcolando la distribuzione di probabilità e rappresentandola in una tabella.

Nella Figura 3 viene riportata l'analisi probabilistica di questo prodotto, che nel nostro sistema finanziario "virtuoso" sarebbe rappresentata all'interno del prospetto e del *KIID* predisposti dalla banca offerente.

Le informazioni che leggiamo in Figura 3 ci dicono che effettivamente l'investimento sembra offrire ottime *chances* di ottenere un rendimento positivo in 3 anni a fronte di una limitata perdita che avverrebbe solo con una probabilità dell'11%. Tuttavia l'informazione non ci è sufficiente; come ben sappiamo, è nell'analisi comparata che la tabella di probabilità mostra la sua massima utilità. Proviamo dunque, attraverso la Figura 4, a confrontare questo prodotto complesso con l'obbligazione bancaria descritta in Figura 2.

Figura 3. – Rappresentazione di un prodotto finanziario complesso attraverso la tabella di probabilità



Figura 4. – Selezione di un investimento in un prodotto finanziario complesso attraverso la tabella di probabilità



Commentiamo la Figura 4. Attraverso l'ingegnerizzazione finanziaria la banca è riuscita a creare un prodotto che in ogni scenario domina l'obbligazione bancaria a tasso fisso. Infatti, nei casi sfavorevoli il titolo strutturato grazie all'effetto combinato dei meccanismi di protezione e di garanzia riesce a ridurre i rischi per l'investitore in termini di frequenza (11% contro il 30% dell'obbligazione bancaria) ma anche di entità delle perdite (in media solo del 35% contro il 40% del titolo bancario a tasso fisso). In oltre il 63% dei casi l'obbligazione strutturata ha un rendimento positivo, peraltro più elevato di quello dell'obbligazione bancaria a tasso fisso (113.58 contro 112.72). E se da un lato è vero che il titolo bancario a tasso fisso ha una probabilità più alta (69% contro 63%), dall'altro è evidente che questo vantaggio è più che compensato dal fatto che in circa il 25% dei casi (scenario *neutrale*) il titolo strutturato restituisce il capitale investito (incrementato del valore finanziario del tempo), mentre tale scenario è del tutto assente, come abbiamo visto, dall'obbligazione bancaria a tasso fisso. Le differenti strutture di valore-rischio illustrate dagli scenari di probabilità sono confermate, in modo più sintetico, dal *fair value* dei due prodotti: 89.50 € quello dell'obbligazione bancaria standard contro i 99.05 € del titolo strutturato.

Si consideri che senza disporre degli scenari di probabilità difficilmente si sarebbero potuti valutare i rischi di un prodotto finanziario dal funzionamento così complicato, ed addirittura compararli con quelli di altre opportunità di investimento.

Naturalmente le informazioni vanno lette in maniera sinergica; poiché gli scenari di probabilità non sono altro che il contraltare del valore di un prodotto finanziario alla data di scadenza, le informazioni fornite sono l'una il naturale complemento dell'altra.

Soluzioni di trasparenza che siano tese a fornire solo una parte delle informazioni relative al prodotto (rispetto all'insieme completo formato da: *fair value* al momento dell'offerta e scenari di probabilità a scadenza) rischiano di offrire un quadro incompleto all'investitore, che non sarebbe più in grado di avere elementi sufficienti per effettuare una scelta consapevole.

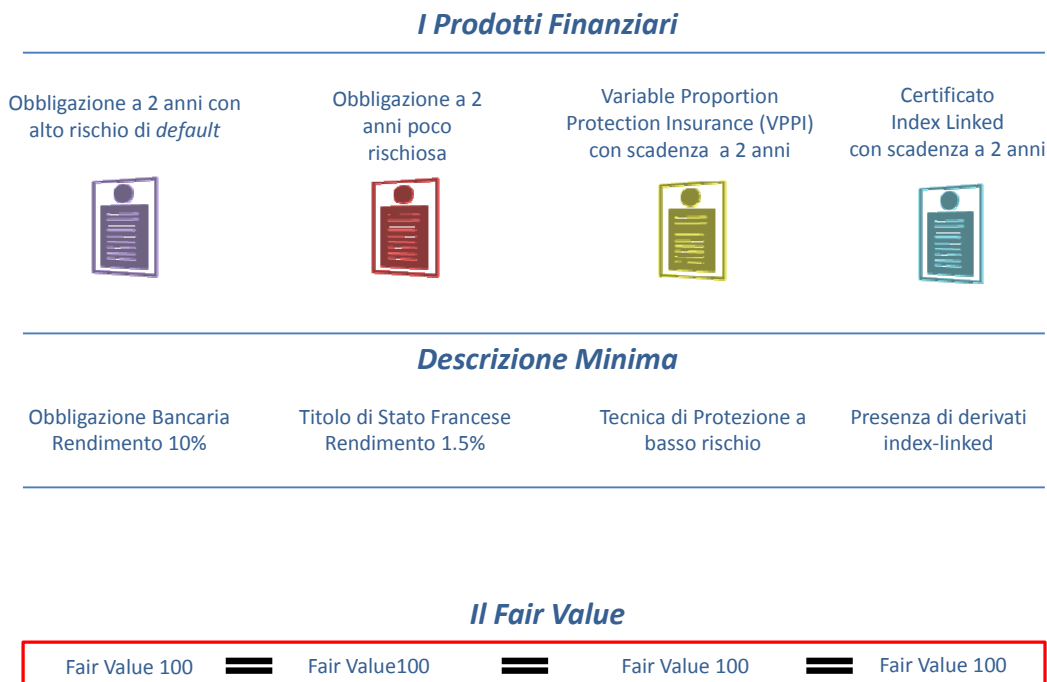
Facciamo un esempio concreto. Una banca di alto profilo ha nel suo *carnet* quattro proposte di investimento molto eterogenee per venire incontro ad ogni tipo di esigenza e di propensione al rischio dei propri investitori. I prodotti finanziari in offerta sono: 1) Un'obbligazione a basso rischio di un Paese solido, ad esempio un *bond* emesso dal governo francese 2) Un'obbligazione della stessa banca, che incorpora un certo rischio di credito, anche se si tratta di un grande istituto 3) Un prodotto c.d. "protetto", cioè che utilizza l'ingegneria finanziaria al fine di non consentire il superamento di un tetto massimo alle perdite 4) Un prodotto complesso che combina differenti tipi di contratti "derivati" per potere sfruttare attraverso la leva finanziaria le opportunità dei mercati azionari.

Tutti i quattro investimenti hanno una durata prefissata di 2 anni. Inoltre, il loro *fair* è identico e pari a 100 € La Figura 5 sintetizza le caratteristiche principali dei prodotti appena descritti.

Ora, è evidente che pur conoscendo il *fair value* dei prodotti correttamente calcolato, l'investitore non è assolutamente nelle condizioni di effettuare una scelta consapevole; magari per quanto riguarda le obbligazioni potrebbe rendersi conto (ma non è detto) che i titoli governativi francesi sono più sicuri delle obbligazioni della banca, ma per quanto riguarda gli altri due prodotti complessi non ha assolutamente alcun riferimento oggettivo per orientarsi.

L'unica maniera per venire fuori dall'*impasse* è quella di fornire oltre al *fair value* anche le informazioni relative alla distribuzione di probabilità alla scadenza, nella forma ben conosciuta e sperimentata della tabella degli scenari di probabilità. La Figura 6 completa il quadro informativo eliminando l'inutile ed al limite anche fuorviante "descrizione minima" del prodotto ed inserendo le tabelle di probabilità. Studiamo con attenzione.

Figura 5. – Alcuni prodotti finanziari dalle caratteristiche eterogenee

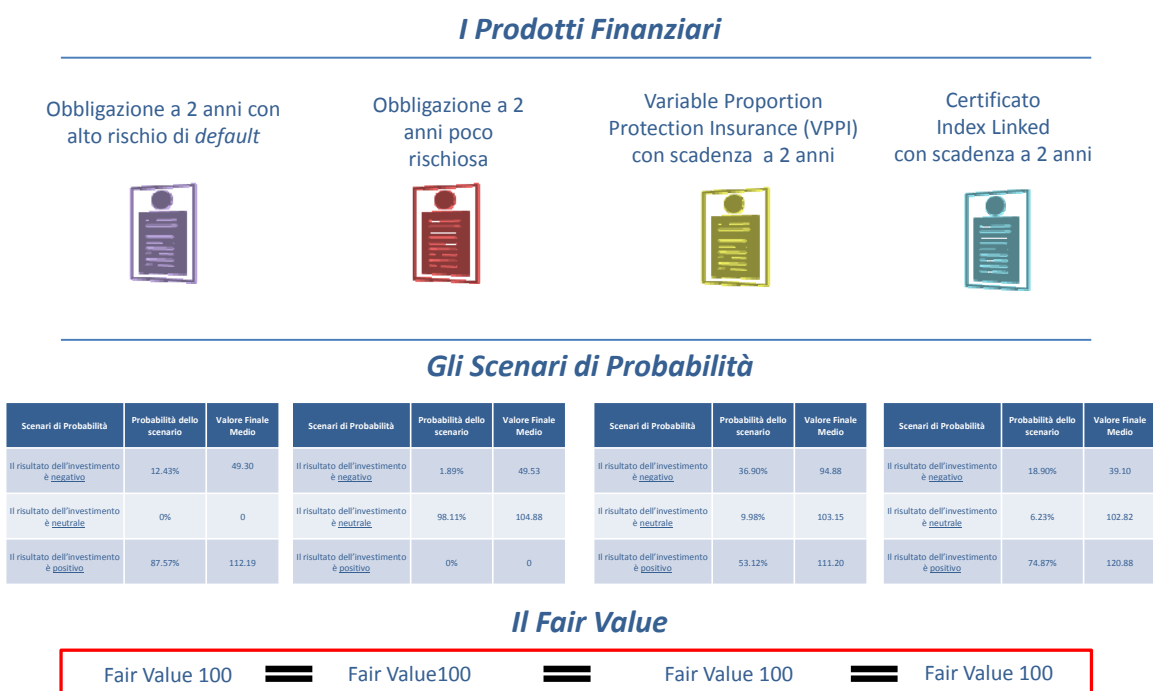


Tutti i prodotti, anche se molto diversi tra loro, hanno lo stesso *Fair Value*

Grazie alle informazioni fornite dalle tabelle di probabilità in Figura 6, il risparmiatore adesso è in grado di capire innanzitutto quanto l'obbligazione bancaria è più rischiosa del titolo governativo francese (12.43% di probabilità di *default* della banca contro solo l'1.89% del governo francese) e anche di comprendere l'efficacia del meccanismo di protezione del prodotto c.d. "protetto": infatti scopriamo che sebbene l'investimento vada in perdita il 36.9% delle volte, esso in media "brucia" soltanto il 5% circa del capitale. Parimenti, scopriamo l'interessante proprietà del prodotto complesso composto da derivati di riuscire a perdere oltre il 60% del capitale investito nel 18.9% delle volte, in cambio della possibilità di andare in "pareggio" nel 6% dei casi e, soprattutto, dell'opportunità di guadagnare oltre il 20% nei casi restanti, cioè quasi 3 volte su 4.

Emerge quindi con chiarezza che ogni investimento soddisfa un determinato profilo di investitore, caratterizzato da una differente propensione al rischio; il certificato *Index Linked* sarà scelto da investitori molto propensi al rischio che aspirano a rendimenti molto appetibili, mentre il titolo governativo francese sarà selezionato da risparmiatori cauti; gli altri investimenti coprono gli eventuali investitori "intermedi", con un moderato appetito per il rischio, ma comunque in cerca di chiari tetti alle perdite sostenibili o in termini di probabilità o di valori medi.

Figura 6. – Scenari di Probabilità e fair value di alcuni prodotti finanziari dalle caratteristiche eterogenee



**A dispetto dello stesso Fair Value,
gli Scenari di Probabilità dei 4 prodotti sono molto diversi**

Potrebbe anche venire fuori che un prodotto non sia adeguato per nessuna tipologia di investitore. Supponiamo infatti di osservare la tabella degli scenari di probabilità di un prodotto finanziario che ha il 98% di probabilità di finire in rosso, con una perdita media del 60%; chiaramente non c'è profilo di investitore che possa attagliarsi a questa sorta di "buco nero" finanziario! È di tutta evidenza dunque che prodotti di tal foggia potrebbero essere facilmente identificati per il tramite della tabella di probabilità, ed uscire in breve tempo dal mercato per mancanza di sottoscrittori. Gli strutturatori sarebbero disincentivati a creare questo genere di investimenti-capestro per muoversi verso la progettazione di prodotti in grado offrire reali *chances* di guadagno al risparmiatore.

Riassumendo: la caratteristica chiave che rende le tabelle di probabilità così utili è la comparabilità delle stesse. Il fatto che siano calcolate utilizzando la medesima metodologia condivisa da tutti gli operatori del mercato, che è quella utilizzata per ottenere il *fair value* dei prodotti e per porre in essere strategie di controllo dei rischi, ci assicura che le differenze tra i prodotti possano venire tranquillamente alla luce.

Questo è il punto fondamentale: le probabilità riportate in tabella (calcolate sotto la misura di probabilità c.d. neutrale al rischio) non sono utili in senso previsionale, ma semplicemente rappresentano in forma estesa l'informazione pubblica a disposizione degli operatori al momento in cui il prodotto viene commercializzato, informazione che è contenuta nei dati di mercato e che non può essere ignorata. In ogni caso, infatti, l'individuo (anche quello meglio informato) deve confrontarsi con il mercato, perché è attraverso le probabilità stimate dagli operatori che il valore del prodotto finanziario viene determinato.

Facciamo un esempio: se in base alle mie conoscenze personali stimo che un prodotto abbia una probabilità di ottenere un certo risultato positivo più alta di quella espressa dagli operatori di mercato, vuol dire che per quel prodotto che il mercato sta valutando, per esempio, a 100 € sarei disposto a pagare un prezzo maggiore, diciamo 105 €. Tuttavia perseguire tale strategia sconta implicitamente la consapevolezza che il “prezzo giusto” è 100 e che la differenza va considerata come una vera e propria perdita in senso finanziario. Questa consapevolezza è data per scontata tra gli operatori professionali, ma purtroppo non è detto che faccia parte del patrimonio di conoscenza del risparmiatore medio.

Di nuovo, si consideri che nella situazione illustrata dalle Figure 5 e 6 sarebbe stato impossibile valutare adeguatamente i rischi di prodotti finanziari così complessi e che appartengono addirittura a diverse categorie di investimento.

Non è quindi la complessità in sé ad essere un problema. Se vengono stabiliti dei presidi normativi in grado di rendere comprensibili prodotti finanziari complessi, il problema dell’opacità è superato; diventa pertanto possibile coniugare la capacità dell’innovazione finanziaria di disegnare investimenti dalle interessanti potenzialità di *performance* e limitazione del rischio con la sicurezza di una scelta consapevole da parte dell’investitore, sia esso il semplice investitore *retail* o un gestore di fondi pensione o qualsiasi altro attore dell’industria finanziaria.

Già nel 1986, l’economista Federico Caffè ammoniva le istituzioni sulle conseguenze derivanti da un’inadeguata gestione del problema della trasparenza informativa. Infatti egli sosteneva che: *“Occorre agire anche nei confronti di coloro che intendono dirigere i loro risparmi verso le attività finanziarie, mediante un’opera informativa che illustri e documenti il carattere ingannevole o fraudolento delle promesse (alle quali essi si trovano esposti) di ingenti guadagni e di moltiplicazione dei loro averi. Se le capacità del pubblico di autoilludersi sono illimitate, l’assenza di avvertimenti cautelatori, da parte dei responsabili della politica economica, costituirebbero un comportamento inesplicabile”*.

Mettendo a disposizione – in maniera comprensibile – all’investitore il *set* di informazioni relativo al prodotto che è individuato dal *fair value* e dagli scenari di probabilità, si annulla in maniera sostanziale l’asimmetria informativa che caratterizza il mercato finanziario. Secondo la teoria del premio Nobel per l’Economia J. Stiglitz, questa circostanza sarebbe sufficiente a muovere l’equilibrio di tutto il sistema economico verso un livello superiore di benessere.

La tabella degli scenari di probabilità si configura dunque come un presidio a monte capace di scoraggiare in partenza la progettazione di prodotti eccessivamente rischiosi e poco chiari nel loro funzionamento. Non sarebbe infatti necessario impedire *ex lege* la vendita di prodotti di bassa qualità (i “limoni”, secondo il popolare esempio fatto dal premio Nobel A. Akerlof), ma questi prodotti diverrebbero facilmente riconoscibili e, quindi, sarebbero scartati autonomamente dagli investitori nell’ambito di un processo di selezione consapevole tra le varie alternative disponibili; lo scarso successo commerciale implicitamente farebbe sparire il “limone” dal mercato e promuoverebbe i prodotti ben strutturati, riorientando positivamente la qualità di tutta l’industria finanziaria verso una oculata e corretta redistribuzione dei rischi.

Uno strumento finanziario mal progettato infatti nell’immediato produce effetti negativi solo per l’investitore, ma nel medio periodo arriva a danneggiare anche il collocatore, lo strutturatore e tutti

gli attori della “filiera produttiva”, a causa dell’erosione della base di risparmio connessa con le perdite subite. Un insieme di risparmiatori diffidenti e sfiduciati dalle *performance* dei propri cattivi investimenti, con un potenziale di risparmi erosi dalla mala gestione, spinge inevitabilmente l’equilibrio di tutta l’industria verso un livello inferiore.

Di contro, l’utilizzo combinato di una corretta ingegneria finanziaria e di strumenti di trasparenza informativa adeguati opererebbero in sinergia per spostare gradualmente l’attività della banca verso la progettazione di attività finanziarie a valore aggiunto che altrimenti non potrebbero essere sviluppate.

Le implicazioni positive sul sistema finanziario e anche sull’economia reale sarebbero notevoli.

Innanzitutto si avvierebbe un percorso di ripristino della fiducia degli investitori che porrebbe termine a un clima di malcontento o, quanto meno, di sfiducia alimentato da anni di opacità e di delusioni (o, peggio ancora, perdite) indebitamente sopportate dal pubblico con potenziali conseguenze negative a livello sistemico in quanto le perdite deprimono i consumi (e, quindi, la domanda aggregata) e compromettono un’importante fonte di *funding* per le banche.

Ma non è tutto. La trasparenza resa attraverso soluzioni probabilistiche diventerebbe uno strumento di concorrenza leale tra banche e, a livello aggregato, tra i sistemi bancari dei diversi Paesi

A livello di concorrenza tra le banche di uno stesso Paese vi sarebbe un forte incentivo ad utilizzare le competenze specialistiche di queste istituzioni nella trasformazione dei rischi e delle scadenze per ingegnerizzare prodotti capaci di soddisfare le esigenze di investitori alla ricerca di prodotti con profili di rischio-rendimento più diversificati e appetibili rispetto a quelli dei titoli *plain vanilla* che abbiamo descritto negli esempi precedenti. Infatti, come abbiamo visto, le obbligazioni bancarie standard (e.g. tasso fisso o tasso variabile o misto) sono prodotti che, se rappresentati attraverso gli scenari di probabilità, si rivelano semplici ma anche costosi (nonché rischiosi), specie se confrontati con analoghe strutture finanziarie messe a disposizione da emittenti governativi.

In questo modo le banche sarebbero inevitabilmente chiamate a confrontarsi tra loro in una gara in cui la *leadership* di mercato è strettamente legata alla capacità di creare valore aggiunto per l’investitore piuttosto che di occultare sapientemente copiosi *mis-pricing*.

A questo si aggiunge che la specializzazione delle banche sui prodotti capaci di offrire interessanti opportunità di *performance* e di gestione del rischio sarebbe compatibile con una “segmentazione intelligente” dell’offerta di prodotti finanziari. La commercializzazione di prodotti elementari come le obbligazioni *plain vanilla* a tasso fisso o variabile rimarrebbe infatti prerogativa degli Stati, in grado di offrirle a costi e rischi inferiori. In questo modo si avrebbe la possibilità di arginare la fuga degli investitori privati nel collocamento del debito pubblico con due benefici: (1) l’occasione di dover fare minore affidamento nella domanda altamente volatile degli investitori istituzionali; (2) la crescita contestuale dell’effetto stabilizzante sullo *spread* di una solida domanda *retail*.

In una retroazione virtuosa, la stabilizzazione dello *spread* avrebbe riflessi positivi sulle stesse banche che potrebbero contare su un migliorato assetto patrimoniale per via del recupero di valore dei titoli governativi in portafoglio e su una struttura dei tassi di interesse più favorevole a far ripartire i prestiti all’economia reale, mobilitando tutta la liquidità a basso costo ottenuta in prestito

dalla Banca Centrale Europea, che come abbiamo visto attualmente giace inattiva nei conti di tesoreria della stessa BCE. Il *trend* di declino dei prestiti (*credit crunch*) si interromperebbe e potrebbe innescare in sinergia l'effetto positivo sul sistema produttivo della ripresa dell'acquisto di beni d'investimento.

Significativi sarebbero gli effetti a cascata.

Innanzitutto, il processo di progressiva nazionalizzazione del debito che ha caratterizzato i Paesi Periferici dell'Euro sarebbe interrotto dalla migliore negoziabilità dei titoli governativi, che tornerebbero mano a mano appetibili a livello comunitario ed extra-UE; i fenomeni di *collateral discrimination* tenderebbero pertanto a contrarsi. La minore necessità di coprire la maggior parte del *deficit* governativo ridurrebbe inoltre la pressione sulle banche anche in sede di asta, dove non sarebbero costrette a spingere sui rendimenti per compensare l'assunzione di maggiori rischi; in un'azione sinergica dunque, i principali meccanismi di alimentazione dello *spread* si disattiverrebbero contemporaneamente, restituendo respiro al bilancio governativo e aumentando la flessibilità delle banche nella gestione della propria liquidità.

In maniera indipendente dai canali della politica monetaria e fiscale, nel breve termine i Paesi in difficoltà potrebbero far ripartire la macchina manifatturiera con benefici evidenti sul livello di produzione e di occupazione. Anche le entrate fiscali ovviamente trarrebbero vantaggio dalla ripresa dell'economia, e questo potrebbe fare da traino ad una quanto mai necessaria ripresa degli investimenti pubblici nonostante il perdurante contesto di *austerity*.

Ovviamente nel medio-lungo periodo sarebbe comunque indispensabile completare l'Unione monetaria attivando soluzioni di parziale mutualizzazione del debito, di implementazione di un basilare sistema di trasferimenti o una ben ponderata monetizzazione. Pur tuttavia, l'Italia e gli altri Paesi in difficoltà potrebbero trovarsi in una posizione migliore e più equilibrata per affrontare le sfide imposte dal *Fiscal Compact* senza sacrificare l'occupazione ed il livello di benessere.

Gli effetti positivi dell'applicazione di un'adeguata normativa di trasparenza informativa potrebbero essere moltiplicati di diversi ordini di grandezza, se tale ricetta venisse implementata in tutta l'Unione Europea. Al di là degli incentivi offerti dalla base di risparmio disponibile infatti, un riferimento uniforme per tutta l'industria finanziaria comunitaria eviterebbe fenomeni di arbitraggio normativo e bloccherebbe gli indebiti trasferimenti di risorse finanziarie dai Paesi che sono acquirenti netti di prodotti finanziari verso quelli che sono invece venditori netti. Tutta la filiera produttiva della finanza europea sarebbe dunque spinta ad elevare il livello di qualità dei servizi offerti, in una prospettiva di sviluppo virtuoso del sistema finanziario.

La Figura 7 sintetizza i principali concetti che stanno alla base del progetto di trasparenza informativa che abbiamo sin qui descritto.



IL SISTEMA VIRTUOSO

Trasparenza e Misurazione dei Rischi

- Porre fine all'arbitraggio delle banche tra i rendimenti equi ottenuti dall'acquisto in asta di titoli governativi e i sotto-rendimenti offerti agli investitori *retail*;
- Avviare una ristrutturazione dei rischi sfruttando soluzioni avanzate offerte dalla finanza strutturata:
 - Ingegnerizzazione di prodotti complessi ma efficienti sotto il profilo rischio-rendimento;
 - Cartolarizzazione di mutui, crediti, prodotti di assicurazione sulla vita...;
- Ripristinare la fiducia degli investitori al dettaglio nel sistema finanziario;
- Riorientare la domanda di prodotti elementari verso i titoli governativi con ricadute positive in termini di calmieramento dello *spread* e uscita dal *credit crunch*;
- Bloccare gli indebiti trasferimenti di risorse finanziarie dai Paesi che sono acquirenti netti di prodotti finanziari verso quelli che sono invece venditori netti.

4. LA TRASPARENZA INFORMATIVA PER RILANCIARE IL SISTEMA ITALIA

Se ci si concentra sul sistema Italia, si nota come, nonostante le flessioni dovute al momento di crisi, la propensione nazionale al risparmio nel 2014 rimanga molto elevata all'8.3% del reddito, mentre lo *stock* di risparmio accumulato nel tempo sia oltre 6 volte il PIL. Questi semplici numeri indicano che le risorse finanziarie per aiutare un settore industriale e manifatturiero in difficoltà esistono, nonostante il sistema bancario nazionale sia tutt'ora in panne a causa dei suoi stretti rapporti con il mercato dei titoli di Stato e non riesca a supportare adeguatamente le esigenze di liquidità del tessuto delle piccole e medie industrie storicamente connesse ad esso.

L'Italia potrebbe beneficiare in massimo grado di un'informativa chiara e semplice orientata al risparmiatore, al fine di rilanciare gli investimenti ed il trasferimento delle risorse verso quei settori dell'economia produttiva che più ne hanno bisogno. In questo processo virtuoso, potrebbe trovare sviluppo un'industria finanziaria sana e competitiva in grado di svolgere il proprio ruolo nel ritorno alla crescita del Paese.

Questo settore finanziario sarebbe progettato per contrastare strutturalmente il proliferare di pratiche di *mis-selling* e per rimettere invece in moto quella finanza virtuosa che è in grado, attraverso una corretta gestione e reingegnerizzazione dei rischi, di creare valore attraverso prodotti adeguati alle reali esigenze delle famiglie e delle imprese italiane. Si parla di strumenti che consentano di veicolare in modo efficiente il risparmio verso i settori produttivi che ne hanno

veramente bisogno e di rilanciare l'occupazione in tutte le sue forme, anche nel settore finanziario stesso.

Infatti, si tende a sottovalutare come anche la finanza possa avere un ruolo primario nella contribuzione al PIL ed all'occupazione. Eppure l'esempio del Regno Unito – Paese UE e non un paradiso fiscale – è lampante e dimostra come la presenza di un *hub* finanziario sviluppato e diversificato possa contribuire allo sviluppo ed al benessere del Paese (il 10% del PIL britannico è legato alla finanza e Londra è la città con il più alto PIL in Europa). Nel nostro Paese esistono enormi margini di espansione in questo ambito, considerato che attualmente il peso della finanza incide solo per il 5% del PIL e che le condizioni macro-economiche al contorno sono favorevoli ad una rapida crescita dei servizi finanziari. Infatti come già detto, la propensione nazionale al risparmio rimane molto elevata, mentre lo *stock* di risparmio accumulato nel tempo è oltre 6 volte il Prodotto Interno Lordo. Di conseguenza mentre nel Regno Unito sono costretti ad “inseguire” il risparmio (tra cui il nostro) attraverso una forte vocazione estera dei servizi finanziari, in Italia avremmo il vantaggio di poter contare sul risparmio nazionale per un veloce sviluppo di questa industria. L'alternativa sarebbe lasciare che questo *stock* di risparmio si direzioni, in mancanza di alternative, verso forme di investimento che sarebbero nella sostanza prodotti di settori finanziari stranieri (cfr. § 2.).

Lo sviluppo del settore finanziario è fisiologicamente caratterizzato da una bassa incidenza delle infrastrutture di base e da un elevato impiego di risorse umane ad alta qualificazione professionale e tecnologia, fattori che avvantaggerebbero comparativamente il nostro Sistema-Paese attualmente soffocato dall'alto costo delle materie-prime e dell'energia. Peraltro, si consideri che la composizione della forza lavoro italiana è cambiata nel tempo grazie ad un elevato tasso d'istruzione e alla crescente specializzazione dei giovani nelle professioni intellettuali. La disoccupazione giovanile di alto profilo è un problema sociale emergente ed è lungimirante nonché opportuno progettare l'espansione di quei settori a maggiore valore economico della conoscenza e della formazione specializzata delle risorse umane, quali appunto il settore dell'intermediazione e dell'innovazione finanziaria. Altrimenti il rischio, che si sta concretizzando nel panorama economico attuale, è che la forza lavoro altamente specializzata si sposti dove ci sono le opportunità (vedi il settore finanziario della *City* di Londra, ma anche Francoforte), avvantaggiando altre nazioni più all'avanguardia nella finanza mentre il costo di formazione di queste risorse rimane in capo al nostro sistema educativo.

Attualmente duole constatare come il quadro occupazionale nel settore finanziario sia a tinte fosche: il deterioramento della qualità dei bilanci bancari indotto dallo *spread*, dalla discesa dei prezzi dei titoli governativi, dalla rapida crescita delle sofferenze e da operazioni speculative ad elevato grado di *moral hazard* sta distorcendo le politiche del lavoro dei principali istituti bancari, spingendoli verso una drastica riduzione del numero delle risorse impiegate (“esuberanti” rispetto alle necessità del momento) e la soppressione di intere unità dedicate alla finanza di alto profilo (unità di *trading*, *risk management*, finanza strutturata). In un tipico scenario di “recessione da bilancio” (in gergo economico la c.d. *balance sheet recession*), le dinamiche delle rappresentazioni contabili condotte dalle banche stanno inasprendo in maniera pro-ciclica il momento negativo dell'economia e del mercato del lavoro. Questo circolo vizioso va spezzato, e oramai conosciamo la cura.

In conclusione, anche nel campo della normativa di trasparenza, ci sono delle soluzioni semplici ed applicabili in tempo rapidi che consentirebbero di ottenere dei benefici evidenti in termini di stabilizzazione del quadro macro-economico dell'Eurozona. Lo strumento è un'architettura normativa europea chiara, semplice ed efficace che consenta di raggiungere il duplice obiettivo di contrastare la diffusione della finanza tossica e di avviare contestualmente un sano processo di concorrenza nella progettazione di buoni prodotti finanziari.

Ancora una volta non si può non sottolineare come il problema sia più che altro politico; superare le resistenze dell'industria finanziaria comunitaria, focalizzata sui profitti di breve termine ottenibili attraverso l'intermediazione da *spread* ed il collocamento di prodotti finanziari (semplici o strutturati) opachi con rilevanti commissioni occulte. Una migliore finanza è nell'interesse di tutti.