

Esperimenti I risultati del sondaggio avviato a fine gennaio

Trasparenza Tutti vogliono un prospetto più probabile

Operatori, esperti e anche sindacalisti e politici vorrebbero documenti allegati alle obbligazioni con scenari più realistici e sinceri di quelli attuali

A fine gennaio lanciamo da queste colonne e sul sito www.corriere.it, nel canale economia, un sondaggio che metteva a confronto — prendendo spunto da un titolo emesso da una grande banca europea — due modi alternativi di misurare il rischio.

Un metodo, quello del Prospetto informativo ufficiale, misura il rischio ricorrendo a tre ipotetici ed arbitrari scenari (Tabella 1), l'altro lo misura usando i metodi probabilistici della moderna finanza matematica (Tabella 2), già utilizzata dalla Consob nel 2009 e poi messi frettolosamente da parte.

Il tema era difficile, ma il contenuto molto importante. Perché riguarda la formulazione di documenti che vanno in mano alle famiglie, ai privati cittadini. A chi, insomma, non è obbligato ad avere conoscenze eccessivamente tecniche, ma ha diritto alla maggior trasparenza possibile.

L'idea

In sostanza, a confronto c'erano da una parte (Tabella 1) tre possibili scenari di rendimento per il nostro titolo, calcolati sulla base di ipotesi discrezionali fatte dalla banca stessa (il tasso Euribor cala del 40% all'anno, sta fermo o sale del 40% all'anno) e dall'altra (Tabella 2) le probabilità di ottenere un rendimento mino-

re/simile/maggiore del tasso a breve.

I risultati, pervenuti via email e per sms, per un totale di oltre 1.000 risposte, sono riassunti nella tabella e non sono certo difficili da interpretare. Oltre il 90% dei partecipanti al sondaggio ha ritenuto che il rischio del titolo fosse meglio percepito attraverso il metodo degli scenari probabilistici, che tra l'altro porta a valutare costi del prodotto molto più alti rispetto a quelli ufficiali riportati nel Prospetto.

Che le risposte siano attentamente comparate e non lasciate al caso, lo deduciamo dal tenore dei commenti che spesso hanno accompagnato la scelta dei lettori; questo a conferma

del fatto che il risparmiatore, se posto nelle condizioni, è in grado di scegliere consapevolmente i propri investimenti.

Al sondaggio hanno risposto anche personaggi che rivestono un ruolo di rilievo nella vita politica e sociale, Come Susanna Camusso, il segretario generale della Cgil (vedi box).

Pensieri

E l'industria finanziaria, le banche, cosa ne pensano? L'analisi dei commenti pervenuti offre interessanti spunti per percepire il polso di cosa accade anche dalla parte di chi questi prodotti li progetta e li distribuisce: responsabili di gestione del rischio, dirigenti e quadri di istituzioni finanziarie hanno quasi tutti risposto selezionando l'opzione 2 e quindi a favore dell'adozione degli scenari probabilistici.

Sorprendente anche la risposta dell'ambiente legale, spesso immaginato un po' distante da una materia considerata come troppo tecnica: un gran numero di studi legali, avvocati ed esperti di diritto hanno preferito la soluzione degli scenari probabilistici, percepita intrinsecamente come più sicura in termini di responsabilità per chi vende il prodotto finanziario: in sostanza meglio avvertire l'investitore dell'entità dei rischi che corre, anche se attraverso una stima

Che cosa dice l'emittente

TABELLA 1

Scomposizione del prezzo e misura del rischio secondo tre scenari predefiniti

Fair value	96,2125	RISCHIO	Scenario negativo (1)	Scenario intermedio (2)	Scenario positivo (3)
Costi	3,7875	Rendimento lordo	3,133%	3,133%	4,063%
Prezzo di emissione	100,00	Classe di rischio	MEDIO-BASSA		

(1) Si ipotizza che l'Euribor a 3 mesi diminuisca del 40% ogni anno
(2) Si ipotizza che l'Euribor a 3 mesi stia fermo all'1,526% (fixing del 22-6-2011)
(3) Si ipotizza che l'Euribor a 3 mesi cresca del 40% ogni anno

Così con il calcolo delle probabilità

TABELLA 2

Scomposizione del prezzo e misura del rischio secondo gli scenari probabilistici

Fair value	87,07	RISCHIO	Probabilità	Rendimento lordo atteso
Costi	12,93	Il rendimento è negativo	30,9%	-9,18%
Prezzo di emissione	100,00	Il rendimento è positivo ma inferiore al tasso a breve	0,0%	-
		Il rendimento è positivo e in linea col tasso breve	69,1%	3,35%
		Classe di rischio	ALTA	



per definizione incerta come la probabilità, piuttosto che trincerarsi dietro una mera illustrazione di alcuni eventi arbitrari.

Il plebiscito dunque pare bipartisan e ben ponderato nelle sue ragioni. Cosa impedisce dunque al sistema finanziario di effettuare questo passo in avanti verso una maggiore trasparenza dei rischi?

Il legislatore e il regolatore sono chiamati urgentemente a tradurre in atti questa esigenza, consapevoli che è una delle chiavi d'uscita da questa lunga crisi finanziaria.

Il voto di Susanna Camusso

Tra le opinioni vip, c'è quella del Segretario della Cgil Susanna Camusso — che ha votato per l'opzione 2 — e ha espresso un'opinione chiara e decisa a favore dell'approccio probabilistico per «garantire che il risparmio sia veicolato verso forme di investimento a supporto dell'economia reale e non delle rendite di posizione delle lobby finanziarie».

Grazie alla diffusione in rete sono arrivati consensi alla rappresentazione probabilistica dei rischi anche dal segretario della Fisac-Cgil Agostino Megale, dal Presidente di Legautonomie e Sindaco di Pisa Marco Filippeschi, dal Presidente di Federconsumatori Rosario Trefiletti, dal senatore Elio Lannutti (Idv), solo per citare i nomi più noti.

Il bilancio

I risultati del sondaggio

PRO TABELLA 1
Numero di risposte: 94
8,58%



PRO TABELLA 2
Numero di risposte: 1.001
91,42%

S. F.



L'intervento

Rischio, qual è il metro giusto per misurarlo?

Un esperimento per capire se le informazioni del prospetto sono sufficienti. E chiare



di Riccardo Cesari*

Che cosa dice l'emittente

TABELLA 1

Scomposizione del prezzo e misura del rischio secondo tre scenari predefiniti

Fair value	96,2125	RISCHIO	Scenario negativo (1)	Scenario intermedio (2)	Scenario positivo (3)
Costi	3,7875	Rendimento lordo	3,133%	3,133%	4,063%
Prezzo di emissione	100,00	Classe di rischio	MEDIO-BASSA		

(1) Si ipotizza che l'Euribor a 3 mesi diminuisca del 40% ogni anno

(2) Si ipotizza che l'Euribor a 3 mesi stia fermo all'1,526% (fixing del 22-6-2011)

(3) Si ipotizza che l'Euribor a 3 mesi cresca del 40% ogni anno

Così con il calcolo delle probabilità

TABELLA 2

Scomposizione del prezzo e misura del rischio secondo gli scenari probabilistici

Fair value	87,07	RISCHIO	Probabilità	Rendimento lordo atteso
Costi	12,93	Il rendimento è negativo	30,9%	-9,18%
Prezzo di emissione	100,00	Il rendimento è positivo ma inferiore al tasso a breve	0,0%	-
		Il rendimento è positivo e in linea col tasso breve	69,1%	3,35%
		Classe di rischio	ALTA	



Raymond Smullyan scrisse qualche anno fa un libro dal titolo «Qual è il titolo di questo libro?». Le sue numerose capacità (è matematico, filosofo, scrittore, pianista e prestigiatore) sarebbero molto utili al risparmiatore italiano che, nell'attuale tempesta finanziaria, sempre più spesso, si domanda: «Qual è il rischio di questo titolo?». Al riguardo vorremmo fare un esperimento con i lettori di *CorriereEconomia*.

Vorremmo valutare il rischio di un titolo appena emesso da una grande banca europea e promosso nelle sue numerose filiali italiane.

Il titolo in esame è un puro pretesto e vuole essere solo una esemplificazione per un tema di grande importanza: come informare i risparmiatori sui rischi degli investimenti finanziari. In particolare: sono sufficienti e comprensibili le in-

formazioni attualmente disponibili nel prospetto ufficiale del titolo? Si può fare di meglio?

Il titolo è un'obbligazione relativamente «semplice» a 6 anni (scadenza 31/7/2017) a cedola variabile indicizzata al tasso Euribor a 3 mesi, con un minimo (floor) al 3,1% e un massimo (cap) al 5,0% annuo.

Dalle 19 pagine di «sintesi» (!) del prospetto d'offerta e dalle 10 pagine di scheda-prodotto MiFid si ricavano le informazioni più significative riguardanti la scomposizione del prezzo e la rischiosità. In particolare questa viene riassunta in 3 casi specifici: l'Euribor cala del 40% all'anno, sta fermo o cresce del 40% all'anno.

In tabella 1, quanto indicato dall'emittente secondo la normativa vigente.

L'analisi con le moderne metodologie quantitative di valutazione e misurazione dei rischi (incluso quello di default)

è invece riassunta nella tabella 2. Da notare le notevoli differenze sui costi (12.93 contro i dichiarati 3.875), sul rischio (alto contro medio-basso), sugli scenari (probabilistici nell'approccio quantitativo, ipotetici e arbitrari nel prospetto compilato dall'emittente). Se la tabella 1 riflette l'attuale prospetto informativo, la 2 è simile a quella che prevede l'approccio definito dalla Consob nel 2009.

Ecco quindi il nostro esperimento.

Fateci sapere (all'email risktransparency@gmail.com o con un Sms al numero 342 7495396) se, alla luce delle caratteristiche del titolo, trovate più comprensibile e adeguata l'informativa sul rischio del titolo contenuta in tabella 1 o quella in tabella 2, scrivendo UNO o DUE.

Prossimamente vi daremo conto delle risposte ricevute e del perché, a nostro avviso, su questi aspetti si sta giocando la credibilità delle istituzioni finanziarie, delle Authority e dei mercati finanziari, nonché l'effettiva salvaguardia dei risparmi dei cittadini europei.

*Università di Bologna