

## ANALISI

# Il «rischio» non è solo un'opinione personale

di **Rita D'Ecclesia**

**I** commenti di stimati colleghi a una recente ricerca Consob evidenziano l'esistenza di un grande equivoco sull'utilizzo di scenari di probabilità per la rappresentazione dei rischi di un titolo. Il valore o prezzo di mercato di un titolo dipende da due elementi fondamentali, la stima del rendimento atteso e del rischio prospettico, o meglio sarebbe dire delle probabilità, dato che se c'è rischio c'è probabilità e viceversa.

Ciascuno di noi ha diverse visioni del futuro e può formulare diverse stime di probabilità e rendimenti attesi, generando diversi prezzi per lo stesso titolo. Ma a questa visione personalistica il mercato, attraverso l'applicazione del teorema fondamentale dell'asset pricing, sostituisce un prezzo unico. Il teorema, partendo dal presupposto che sul mercato non sono disponibili profitti senza rischi (gli arbitraggi), consente di sostituire la stima del rendimento atteso con il rendimento privo di rischio che una Banca centrale chiede su un prestito giornaliero (l'Ois) e al rischio una probabilità che "contiene" il rischio di mercato. Lo "contiene" perché il mercato altro non è che la somma di tanti operatori con le loro eterogenee propensioni o avversioni al rischio.

Malauguratamente in letteratura questa probabilità è detta risk-neutral, il che alimenta nei non-tecnici la confusione che, per il solo fatto di usarla, gli operatori perdano la loro propensione o avversione e diventino neutrali al rischio. Assolutamente falso: usare le probabilità risk-neutral significa solo che sul mercato non sono disponibili arbitraggi. Non a caso l'altro nome di questo è proprio di "non-arbitraggio".

È un concetto semplice e

ragionevole, che permette di calcolare il prezzo di un titolo superando la visione personalistica della stima e purtroppo anche dell'illustrazione dei rendimenti attesi come fanno alcune banche e promotori finanziari.

La soluzione formalizzata dall'Ufficio Analisi Quantitative della Consob nel 2009 applica tale noto risultato della teoria finanziaria in modo efficace, grazie a una grande intuizione: utilizzare lo stesso strumento che gli emittenti usano per prezzare i titoli emessi e per gestire il rischio anche per illustrare i rischi sostenuti dagli investitori e fornire loro informazioni sulla probabilità di perdere, guadagnare (e anche quanto rispetto al capitale investito) o di andare in pareggio.

Una soluzione oggettiva (la soggettività delle stime e dell'illustrazione dei rendimenti attesi è superata), economica (l'emittente ha in casa queste informazioni), teoricamente ben fondata. Vediamo un esempio. Abbiamo due titoli, uno senza rischio: oggi vale 100, domani vale 100 più il rendimento certo (Ois = 5%), quindi 105; l'altro è rischioso: oggi vale 100 e domani può valere 190 o 20 in ciascun caso con probabilità (risk neutral) 50%. Con gli scenari di probabilità diviene chiaro che i due titoli, nonostante richiedano al risparmiatore il medesimo investimento di 100, hanno un diverso rischio. Il risparmiatore ha finalmente le stesse informazioni dell'emittente sui rischi e può scegliere secondo le sue preferenze. Prima sapere, poi decidere. Quindi credo che gli scenari di probabilità siano uno strumento efficace per tutelare i risparmiatori, e questo non può essere messo in discussione.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

