

Rischi finanziari, Consob ripensaci

Meglio tornare all'obbligo di disclosure rispetto agli scenari «what if»

di **Riccardo Cesari**
e **Luigi Guiso**

Mentre molti investitori si leccano ancora le ferite per le perdite subite durante la crisi finanziaria, c'è il pericolo che venga dissipata un'importante lezione che la crisi ci ha insegnato: l'importanza che il risparmiatore presti una costante attenzione ai rischi dei suoi investimenti e, fatto ancor più importante, che quando investe i propri risparmi abbia consapevolezza del rischio che assume. Ma questa consapevolezza dipende dal tipo di informazione che è messa a disposizione dell'investitore al momento di decidere se investire in uno strumento oppure no e dal modo in cui l'informazione sul rischio è trasmessa.

Se compriamo una confezione di uova la data di scadenza è un'informazione sufficiente sul rischio di avaria del prodotto: se le consumiamo oltre quella data sappiamo predire con buona approssimazione a che conseguenze andiamo incontro. Qualcosa di analogo si impone con i prodotti finanziari. È importante trovare un modo di trasmettere l'informazione sul rischio cui un investitore va incontro se investe in quel prodotto: l'informazione deve essere intellegibile e deve dare il senso delle conseguenze.

Nel caso di un prodotto finanziario rivelare la distribuzione dei valori futuri dell'investimento è la via maestra per la misurazione del rischio che si corre. Se mi dicono che se oggi investo 100 euro, con una probabilità del 40% dopo un anno posso perdere - poniamo - il 25% del valore investito, con una probabilità del 10% guadagno quanto un titolo a tasso fisso (il 2%) e con probabilità del 50% ottengo un rendimento positivo in media del 35%, ho una buona visione del rischio che corro. So per esempio che in quattro casi su dieci mi ritroverò con 75 euro per ogni 100 investiti.

Questo, *in nuce*, era l'approccio che la Consob aveva adottato sin dal 2007. Facendo tesoro della lezione della crisi aveva imposto agli emittenti di titoli

strutturati che il prospetto d'offerta contenesse un'efficace *disclosure* del rischio (nonché dei prezzi e costi dell'investimento, e anche dell'orizzonte appropriato, approccio denominato in gergo "risk-based" o "a 3 pilastri").

Ora pare che la Consob (assieme alle autorità europee) abbia intenzione di abbandonare questo approccio a favore di un altro cosiddetto "what-if": in sintesi, si costruiscono tre scenari detti "sfavorevole", "neutrale" e "favorevole" e si comunicano questi al cliente. La scelta di come definire i tre scenari è a discrezione dell'emittente, il che non depone bene.

Per capire le potenziali differenze applichiamo le due strategie a un caso concreto: quello del "Convertendo" Bpm 2009/2013, un'obbligazione con cedola 6,75% più una call americana lunga e una put europea corta sulle azioni Banca Popolare di Milano (un prodotto strutturato assurdo recentemente agli onori della cronaca). Il prospetto che i sottoscrittori di questo titolo

trovarono di fronte seguiva il primo approccio. In esso si avvertiva il sottoscrittore che con il 68,5% di probabilità si sarebbe ottenuto a scadenza (nel 2013) una redditività negativa di circa il 40%, nel 24,3% dei casi un'elevata redditività (+62%) e nei casi rimanenti una redditività prossima a un titolo privo di rischio. Questa informazione fa capire anche a un risparmiatore sprovveduto che c'è un rischio molto elevato e asimmetrico: chi vuole fare una bella scommessa, si accomodi.

Guarda caso, oggi, a quasi un anno e mezzo dal collocamento, lo strutturato Bpm ha perso almeno metà del suo valore e la banca sta cercando, in extremis, di intervenire migliorando i termini contrattuali della conversione. Si può dire, banalmente, che si sta verificando lo scenario a suo tempo valutato come il più probabile.

Che cosa sarebbe stato comunicato all'investitore se si fosse seguito il secondo approccio, quello oggi proposto dalla Consob? Ebbene, che nello scena-

rio "sfavorevole" il rendimento alla scadenza del titolo strutturato verrebbe presentato come negativo con perdita del -7% (ma all'anno), nello scenario "neutrale" positivo del +2,71% e nello scenario "favorevole" positivo del +6,75%. Ma, si noti bene, niente si dice delle probabilità dei tre scenari. È così verosimile che l'investitore li legga come equiprobabili. Ma nella realtà non è così: la probabilità di perdita (scenario sfavorevole) è più che doppia rispetto alla probabilità di rendimento positivo.

Di fronte a questi dati, l'ultima cosa che verrebbe in mente è eliminare il prospetto a 3 pilastri dall'informativa per il comune risparmiatore. Eppure questo è quanto sembra stiano facendo le autorità preposte, in Italia come in Europa. Non è una buona idea. La strategia di come rivelare il rischio deve essere decisa dal regolatore: lasciar scegliere gli scenari è come se il regolatore imponesse ai produttori di sigarette di riportare nel pacchetto che il fumo fa male, ma li lasciasse poi liberi di aggiungere a che cosa. Cosa credete che accadrebbe se il produttore di sigarette potesse scegliere come comunicare la rischiosità del prodotto che vende? Lascerebbe il teschio o lo sostituirebbe con una gola arrossata?

Nel caso dei prodotti finanziari rivelare la distribuzione di probabilità dei rendimenti non impone nessun costo aggiuntivo all'emittente: quella distribuzione è infatti indispensabile per stabilire il prezzo del prodotto finanziario, proprio perché prezzo e misurazione del rischio sono l'uno la faccia dell'altro. Poiché ogni emittente deve saper apprezzare un prodotto, è anche in grado di darne una valutazione in termini di rischio. Per di più alla lunga gli intermediari potrebbero anche beneficiarne: rivelare la rischiosità dei loro prodotti in modo ambiguo, come accade con l'approccio "what if", sarà fonte di controversie *ex post* che potranno mettere a rischio la loro stessa reputazione. Se di questo aspetto gli intermediari non si curano direttamente non può non preoccuparsene il regolatore.



Scelta di rigore. Dopo la crisi gli investitori devono essere informati al meglio sui rischi legati ai prodotti finanziari che vengono loro proposti (nella foto: la sede della Consob)