



19 dicembre 2015

Sapete che il prezzo di un titolo “subordinato” è uno spread di opzioni *call*? E che il rischio di credito di un subordinato è uno spread di opzioni *put*? Sapete cosa è un “*attachment*” e un “*detachment*”? Se non lo sapete, non vi allarmate, e non vi buttate giù. Sono domande di un esame universitario di finanza quantitativa, come quelle che anche ieri hanno affrontato i miei studenti. Non lo sapete perché fate un altro lavoro. Non lo sa la casalinga di Voghera, non lo sa John il trombaio. Non lo sa neppure Pier Carlo Padoan, zio di tutti i renziani, perché fa il macroeconomista. Non lo sanno i commissari CONSOB di oggi, che sono tutti giuristi. Non lo sa Raffaele Cantone, capo dell’Autorità anticorruzione. E non lo sa neppure Salvatore Rossi, direttore generale della Banca d’Italia, che ha proposto di vietare la vendita dei titoli subordinati e non si è nemmeno rivolto una domanda banale: se le azioni sono più rischiose dei subordinati, perché non proibire la vendita al pubblico anche di quelle?

Pensare di risolvere il problema dei casi di risparmio tradito proibendo il collocamento al pubblico dell’ultimo prodotto finanziario che ha scatenato uno scandalo è come mettere un cerotto a una diga per fermare la valanga

d'acqua. Intervenire tardi su un prodotto che ha scatenato il disastro invia ai risparmiatori che non conoscono la finanza un segnale di debolezza. Il motivo me l'ha detto il lattaio stasera: se proibiscono quei prodotti ne piazieranno altri. Se ce ne sono altri o meno, non è rilevante: la possibilità che ci siano è sufficiente a diffondere la diffidenza tra i risparmiatori.

Il messaggio è ancora più inquietante per chi la finanza la conosce. Se si proibiscono i titoli subordinati perché sono rischiosi, si deve per coerenza proibire l'acquisto anche dei titoli azionari, che sono più rischiosi perché subordinati anche ai subordinati. Perché quindi proibire solo i "subordinati"? Perché si chiamano così? Questa sembra essere la spiegazione: le azioni tutti sanno cosa sono, e i "subordinati" sono come Carneade. Questa ragione è aberrante, e contiene la sua negazione in se stessa. Se i risparmiatori ignorano che le azioni sono più rischiose delle obbligazioni "subordinate" non conoscono le azioni. E se le autorità di vigilanza ritengono che le conoscano, condividono i loro stessi limiti di cultura finanziaria.

In una versione più seria, l'argomento di proibire al pubblico la sottoscrizione dei titoli subordinati potrebbe essere difeso sostenendo che per molti di questi titoli il mercato è poco liquido, e i piccoli risparmiatori possono avere difficoltà a uscirne. Ma anche questo argomento porta con sé mille contraddizioni. Su 71 miliardi di titoli subordinati delle banche, quasi 58 sono quotati, quindi perché vietarli? E perché non vietare allora anche la sottoscrizione di titoli azionari non quotati? Sappiamo tutti il disastro delle azioni della Popolare di Vicenza, che venivano valutati ogni anno con un tratto di penna. Non sarebbe paradossale che un risparmiatore potesse investire su questi titoli dal prezzo fantasma, ma gli fosse proibito investire sui titoli subordinati della stessa banca quotati sul mercato? E poi ci sono titoli bancari molto meno liquidi di quelli subordinati, e alcuni di questi saranno i protagonisti dei prossimi disastri ai tempi del *bail-in*. Dopo che la prossima volta l'onda del salvataggio delle banche arriverà a travolgere questi titoli (chi sa cosa significa "waterfall" in finanza?), la Banca d'Italia ci dirà che avrebbe dovuto proibire anche quelli?

Per tutti questi motivi, la scelta di proibire ai risparmiatori i prodotti per la loro tipologia è una strada senza uscita sotto il profilo logico. In più, il divieto può essere interpretato come un alibi a non intraprendere la soluzione alternativa: quella della trasparenza. L'alternativa alla proibizione infatti è promuovere la cultura e la conoscenza del rischio. E la conoscenza del rischio

non è la stessa cosa dell'informazione finanziaria. Per essere chiari, conoscere il rischio non richiede necessariamente una laurea in finanza quantitativa. Basta conoscere due numeri: la probabilità di perdere, e quanto si può perdere, a fronte di ciò che si guadagna. La CONSOB richiedeva di comunicare questi numeri, fin quando Vegas ha guidato la CONSOB a marcia indietro. La CONSOB lo richiede ancora per i prodotti finanziari assicurativi. Se chi sottoscriveva i titoli di CariChieti avesse saputo che aveva il 45% di probabilità di perdere il 55% del capitale forse avrebbe ritenuto che incassare il 5% di interessi non sarebbe valsa la pena. Il confronto con le obbligazioni senior che rendevano 4,75% poi lo avrebbe fatto sentire un fesso. Invece, senza questa informazione, l'unico numero, il rendimento, quel 5% contro il 4,75%, rappresentava un segnale distorto del rischio dei due titoli.

Notate che la mancanza di informazione non colpisce solo chi non conosce i prodotti finanziari. Secondo il lattaio, la cosa non dovrebbe toccare quelli come me, perché conoscere la finanza è il mio mestiere, ma il lattaio saggio qui si sbaglia. La mancanza di informazione colpisce anche me. Io conosco i prodotti e so distinguere un chihuahua da un pitbull, e un pitbull da un leone. Ma non ho certo i dati e il tempo per calcolarmi da solo scenari e probabilità. Il risultato è che nemmeno io ho i mezzi e il tempo per investire.

Il cambio di linea della CONSOB ha quindi provocato un curioso effetto di tipo "winner curse". Chi conosce i mercati e i prodotti ne sta fuori, perché non ha informazione. Invece, ci si avventura chi non li conosce, portando a casa risultati risicati se non succede nulla, e seguendo la banca all'inferno se le cose vanno male. Al momento da questa situazione non si intravede una via di uscita. La fine dell'era Vegas in CONSOB è ancora lontana, e la Banca d'Italia ha imboccato la strada della censura, che è nemica della trasparenza. La politica più che essere in conflitto di interesse è inetta.

Chi resta? Non ridete. Restano solo le banche. È nell'interesse di chi gestisce il rischio delle banche ripulire il mercato del capitale e difendere il loro capitale migliore, la reputazione (parola ancora di lattaio). Ma il ruolo del risk management in questa vicenda è una questione seria e lunga, e merita una riflessione dedicata in un articolo futuro.

*

Nella foto di apertura e in copertina, il Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco (foto Bce e Ambasciata Britannica in Italia)