

STUDIO GHIDINI, GIRINO & ASSOCIATI

CONSIDERAZIONI INATTUALI

Investimenti, quante contraddizioni negli orientamenti dell'Esma

L'Esma non ama usare il pugno di ferro e talora neanche il pugno nudo. Stavolta però ha deciso di intervenire, dunque la faccenda deve esser grave. Se gli Orientamenti della European Securities Market Authority in tema di adeguatezza, in vigore dal 22 dicembre scorso, contengono perlopiù semplici richiami a precetti legislativi e regolamentari non bisognosi di alcuna precisazione (come il compiere valutazioni corrette, prestare più attenzione ai clienti anziani o neofiti e nel dubbio, in caso di gruppi di clienti, profilarli partendo dal più debole), tre indicazioni lasciano invece di stucco.

La prima (contenuta nei paragrafi 24-28) fa rabbrivire. Leggere nel documento dell'Authority europea che le imprese di investimento dovrebbero conoscere i prodotti che offrono nonché venderli o consigliarli solo se esse stesse per prime ne abbiano capito caratteristiche e struttura di rischio ha il pregio di rendere verosimile l'inverosimile, dato che inverosimili ci sono sempre apparse, dai subprime ai giorni attuali, le dichiarazioni di molti venditori di merce guasta che hanno spesso confessato di non aver compreso la natura di ciò che piazzavano. Ne

emerge una realtà - realtà europea che altrove, ben più che qui, registra picchi scandalosi - segnata da una disarmante approssimazione: se così non fosse, non si spiegherebbe infatti tanta enfasi nel ribadire un obbligo preparatorio così ovvio. La seconda indicazione proclama la necessità che i servizi di consulenza e gestione tengano conto di un adeguato livello di diversificazione del rischio (paragrafo 60.a). Ma come - vien da chiedersi - gli intermediari europei non sarebbero mediamente in grado di praticare quella minima cautela che consiste nell'attenuare il rischio attraverso la differenziazione qualitativa e quantitativa di un portafoglio?

Ma, in fatto di adeguatezza, è la terza notazione (paragrafi 41-43) a lasciar di sale. Vi si legge che gli intermediari non dovrebbero fare indebitamente affidamento sulle autovalutazioni dei clienti, il tutto condito da una serie di consigli sul come porgere le domande per evitare che la profilazione sia pilotata dallo stesso intermediario, spostandosi così il baricentro di responsabilità dal secondo al primo con effetto esattamente opposto a quello prefissosi dalla Mifid. Che poi era proprio quello di archiviare l'antierogone metodo autocertificativo affidando all'intermediario il compito di supplire all'incapacità

autovalutativa del cliente. Il documento dell'Esma ha subito scatenato la pruderie della finanza comportamentale: ecco - gioiscono i suoi accoliti - l'Esma ha finalmente preso atto che le scelte degli investitori sono viziate da deficit e preconcetti cognitivi. Per la verità l'Esma si è limitata a riproporre, ben patinata, la virgiliana denuncia dell'*auri sacra fames*, la congenita avidità umana che condurrebbe i mortali a scelte azzardate, quando non scellerate, sottovalutandone le conseguenze in vista di un facile arricchimento. Fra le diplomatiche ma inequivoche righe dell'Esma si legge l'ammissione del fallimento di un sistema che si dibatte fra il bisogno di assicurare la tutela di un bene essenziale e l'innaturale obbligo di una parte di perseguire primariamente l'interesse dell'altra. Il forte che protegge il debole: puro onirismo cavalleresco!

L'unico modo per scongiurare il declino del sistema e prevenirne i disastrosi effetti non può che essere un metodo che consegna a parametri certi e trasparenti il compito di perseguire quella tutela, in luogo di un'analisi comunque difficile, comunque costosa e comunque influenzata da apprezzamenti soggettivi di per sé soggetti a margini di errore. Due le linee di soluzione. La prima consiste

nell'introduzione di un secco divieto di vendita di determinati prodotti a determinati investitori. Per chi abbia meno di un dato ammontare di liquidità investibile certi prodotti dovrebbero essere off-limits. La logica del «vietato ai minori» non è affatto scandalizzante e già trova parziale applicazione (si vedano i fondi riservati o la reimmisione sul mercato retail di prodotti già oggetto di offerta senza prospetto). La seconda linea è ancor più semplice: avvalersi degli scenari probabilistici, di cui l'ordinamento già dispone, quantunque in tempi recenti gli stessi tendano a essere archiviati per non dire messi al bando. Invece il loro impiego potrebbe sensibilmente contribuire al superamento delle criticità attuali risparmiando danni (perdite e contenziosi) a tutti, semplificando il processo valutativo di adeguatezza e fornendo un punto di riferimento matematico, non ovviamente una certezza, ma comunque un paletto chiaro, sfuggente a deficit e preconcetti vari. Certo, l'*auri sacra fames* di entrambi i commensali ne uscirebbe insaziata e le diete non piacciono a nessuno, ma nella finanza esse sono una necessità sanitaria, non già una scelta estetica. (riproduzione riservata)