

Amministrazione & Finanza

Mensile di gestione, pianificazione e controllo aziendale

5

2013

ANNO XXVIII - Maggio 2013 n. 5
Direzione e redazione - Strada 1, Palazzo F6
20090 MILANOFIORI ASSAGO

L'abbonamento comprende



CARTA



+ TABLET



+ WEB

- **L'OIC 8 e la contabilizzazione delle quote di emissione dei gas ad effetto serra**
- **Secondo esercizio di applicazione dell'«ACE»: aspetti operativi**
- **Il Modello ex D.Lgs. 231/2001: quale possibile realizzazione nelle PMI?**
- **Conto alla rovescia verso SEPA**
- **Come creare valore con i disinvestimenti**
- **La valutazione di una società immobiliare con il metodo APV**
- **La PEST del XXI secolo, un'analisi a tutto campo**
- **Rivalutazione dei terreni e delle partecipazioni: i chiarimenti delle Entrate**
- **Impairment test in tempo di crisi: una comparazione internazionale**
- **Adeguatezza degli investimenti: indicazioni dell'Esma e una proposta di soluzione**

Inserto

La riduzione obbligatoria del capitale sociale per perdite: adempimenti e informativa



IPSOA

Gruppo Wolters Kluwer



Adeguatezza degli investimenti: le indicazioni dell'Esma e una proposta di soluzione

di Emilio Girino (*)

L'attuazione della direttiva Mifid ha rielaborato la nozione di adeguatezza e introdotto quella di appropriatezza. Dopo un primo quinquennio di applicazione l'ESMA ha avvertito la necessità di fare il punto, ribadendo taluni principi applicativi, la cui formulazione lascia supporre che il rispetto delle nuove regole sia un obiettivo lungi dall'essere raggiunto. Per altro verso il traguardo di una meta di autentica trasparenza nell'informazione finanziaria, basato sull'impiego degli scenari probabilistici e sin qui brillantemente percorso dall'ordinamento italiano, sembra avere registrato una pericolosa battuta di arresto. Tanto tecnicamente inspiegabile quanto nociva all'efficienza stessa del mercato.

La valutazione di adeguatezza nel sistema pre-Mifid

Il paradigma riformatore su cui si fondava la scissione della nozione di adeguatezza, contemplata dal testo unico della Finanza del 1998 e dal coevo Regolamento Intermediari 11522, la gemmazione del concetto di appropriatezza e l'introduzione di un preciso distinguo, oggettuale e funzionale, fra le due tipologie di valutazione, muovevano da una corretta premessa empirica ma si proiettavano sullo scenario di un mondo tanto perfetto quanto irrealistico.

La corretta premessa empirica era data dal constatato fallimento dell'antecedente metodo di valutazione che l'art. 29 Reg. Int. definiva in termini quanto mai generici, lasciandone l'applicazione sprovvista di qualunque conseguenza giuridicamente apprezzabile sulle sorti dell'investimento: anzi introducendo un meccanismo esecutivo agevolmente azionabile per annientare la funzione stessa della disposizione. Secondo tale articolo, era compito dell'intermediario farsi carico di apprezzare l'adeguatezza o meno della scelta di investimento del cliente, fosse questa spontanea piuttosto che provocata da un impulso dello stesso intermediario, in ragione della «tipologia, oggetto, frequenza o dimensione»

dell'investimento. L'esito negativo di un tale apprezzamento avrebbe dovuto indurre gli operatori all'astenersi dal compiere l'operazione giudicata inadeguata, mentre nel caso in cui fosse stato il cliente a richiederla, l'intermediario avrebbe dovuto informarlo e, in caso di insistenza, procedere comunque all'esecuzione purché in presenza di una conferma scritta o equivalente (registrazione telefonica o impulso telematico).

Nei fatti la norma non produsse alcun effetto, riuscendone agevole la sua sostanziale elusione per via burocratica. Per un abbondante decennio, i questionari sulla situazione finanziaria del cliente vennero elusi con la spunta di una casella con cui l'interessato dichiarava di non voler rilasciare informazioni. Tanto rendeva per definizione impossibile un effettivo apprezzamento dell'adeguatezza dell'operazione, ma il problema venne presto risolto: bastava sottoporre al cliente, in occasione di un'operazione richiesta o consigliata che pur fosse in odore di inadeguatezza, un altro modulo con tanto di casella da spuntare accanto alla quale sta-

Nota:

(*) Avvocato in Milano - Partner, Studio Ghidini, Girino e Associati, Docente del Dipartimento Finance del Centro Universitario di Organizzazione Aziendale (CUOA)

va scritto che l'intermediario aveva sconsigliato l'operazione ma che il cliente, di ciò informato e dunque pienamente consapevole, aveva comunque deciso di darvi corso. Metodo questo che toccava l'apice del surrealismo nella negoziazione *on line*, dove qualunque operazione, anche l'acquisto di una normalissima e liquidissima azione o di un Bot, doveva scontare un click in più su una casella del predetto tenore.

Mifid, adeguatezza e appropriatezza: teoria e pratica del distinguo

Con l'avvento della Mifid, la modifica del Tuf operata con D.Lgs. 164/2007 e la sostituzione del regolamento intermediari con quello ora vigente (Reg. 16190 (1)), il legislatore si prefigge di superare l'inefficiente apparato pregresso operando anzitutto un distinguo valutativo in ragione del servizio offerto: ove si tratti di gestione di portafoglio o di consulenza, l'intermediario è tenuto a svolgere la valutazione di adeguatezza, oggi ispirata a congegni cognitivi ben più raffinati e tendenzialmente esaustivi, mentre per tutti gli altri servizi (tipicamente esecuzione e raccolta di ordini), all'intermediario si chiede di svolgere una mera verifica di appropriatezza. Quest'ultima consiste nell'accertare se il prodotto richiesto sia compatibile con le conoscenze ed esperienze del cliente, mentre l'adeguatezza presuppone un ulteriore apprezzamento circa la conciliabilità fra ciò che il cliente chiede o gli si propone e il suo livello di tolleranza massima di rischio nonché il suo obiettivo di investimento. Il distinguo di base implica ovviamente una diversa ricaduta giuridica: l'intermediario che, per carenza di informazioni, non possa valutare l'adeguatezza dell'investimento deve astenersi dal compierlo o dal proporlo, mentre, là dove debba limitarsi ad una stima di appropriatezza e per le stesse ragioni non sia in grado di svolgerla, gli sarà sufficiente comunicare al cliente che il difetto informativo gli precluderà il compimento della verifica senza che ciò implichi alcun divieto di dar corso all'operazione inappropriata.

La suddetta bipartizione troverebbe una sua apparente giustificazione nel diverso ruolo che l'intermediario assume (assumerebbe) nelle due tipologie di servizio: ruolo «attivo»

nella gestione e nella consulenza, dove rispettivamente l'intermediario dispone, sia pur in limiti predefiniti, di una signoria di scelta circa le operazioni da compiere sul portafoglio gestito ovvero è esso stesso il propulsore della scelta consulenziale; ruolo «passivo» nei restanti servizi, dove si presuppone che l'impulso propositivo provenga dallo stesso cliente. Nel primo caso, il legislatore comunitario mostra maggior rigore in ragione della provenienza dell'impulso da parte dell'intermediario: si teme cioè che l'interesse commerciale finisca col prevalere su quello del cliente. Nel secondo caso, la maggior tolleranza legislativa si spiega alla luce della supposizione per cui l'ordine muoverebbe da un'autonoma scelta del cliente, il che lascerebbe a sua volta ragionevolmente ipotizzare che la scelta di convenienza sia già stata autonomamente meditata e che l'unico vero rischio sia insito nell'eventualità che il cliente non abbia compreso il vero mecano di ciò che va chiedendo. Un distinguo che non sembra aver persuaso l'organo di controllo, come testimoniato dalla Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009 (2), la quale perviene a ritenere applicabile il regime di adeguatezza anche nel caso di (apparente) mera negoziazione di prodotti strutturati o comunque illiquidi, non potendosi realisticamente congetturare che la richiesta di un prodotto così sofisticato sia il frutto di un'autonoma e ponderata scelta del cliente e dovendosi invece altrettanto realisticamente presumere che la scelta sia stata promossa, o, quanto meno, co-promossa da un'indicazione dell'intermediario, con conseguente ricaduta nel servizio consulenziale e applicazione dell'anzidetto regime di adeguatezza (3).

Note:

(1) Regolamento adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007, modificato con delibere n. 16736 del 18 dicembre 2008, n. 17581 del 3 dicembre 2010 e n. 18210 del 9 maggio 2012.

(2) Denominata «Livello 3 - Regolamento Intermediari - Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi» e meglio nota come «Raccomandazione sugli Illiquidi».

(3) Emblematica in tal senso l'indicazione contenuta nel § 3.3 della Raccomandazione sugli Illiquidi, là dove la Consob rammenta che «appare altresì opportuno precisare,

Gli orientamenti della European Securities Market Authority: ovvietà e sorprese

Il ridisegnato impianto, costruito dagli artt. 39-42 del Reg. 16190, viene ora riportato sul banco di prova dagli *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva Mifid*, emanati dalla *European Securities Market Authority* (Esma) operanti dal 22 dicembre 2012.

Il documento ha un contenuto alquanto sorprendente. Scorrendolo, vi si rinvengono proposizioni che - a prescindere dalla forza precettiva, di per sé flebile, di una carta di orientamento, cioè di un'interpretazione - appaiono del tutto inutili, se non là dove finiscono col riconoscere il reiterato fallimento di quelle che, nelle intenzioni del legislatore, avrebbero dovuto essere le disposizioni riformatrici del sistema.

L'inutilità discende dalla circostanza che i precetti regolamentari, specie quelli di cui all'art. 39 del nuovo Regolamento Intermediari, non parevano proprio abbisognare di alcuna interpretazione. Quando i commi 3° e 4° del predetto articolo, nel disciplinare la natura e la tipologia di informazioni da acquisirsi per la profilazione del cliente, menzionano i «*dati sulla fonte e sulla consistenza del reddito del cliente, del suo patrimonio complessivo, e dei suoi impegni finanziari*» nonché i «*dati sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento, le sue preferenze in materia di rischio, il suo profilo di rischio e le finalità dell'investimento, ove pertinenti*», non sembrano affatto peccare di ambiguità o incertezza (4).

Stupisce dunque non poco la circostanza che la più parte degli orientamenti si risolvano in un *restatement* di principi già pianamente desumibili dalle norme primarie, quali, ad esempio, l'importanza stessa della verifica di adeguatezza (§ 13 degli Orientamenti in parola), la graduazione dell'analisi che, in nome del tanto osannato quanto disapplicato principio di proporzionalità, dovrebbe modularsi in ragione della più o meno accentuata complessità del rischio di prodotto, a sua volta traducesi nel tanto solenne quanto ovvio asserto per cui occorre essere più attenti verso chi chieda consulenza su un intero portafoglio rispetto a chi si limiti ad una

consulenza *spot* (§ 36), così come il cliente anziano o il neofita meriterebbero maggiori attenzioni del giovane o del navigato (§ 37), l'aggiornamento sulle informazioni raccolte (§§ 47 ss.), la profilazione basata sul soggetto finanziariamente più debole nel caso di clienti «*plurisoggettivi*» in assenza di accordo fra gli stessi circa il leader da profilare (§ 55). Affermazioni ovvie, scontate, declinazioni esplicative quasi offensive per l'intelligenza media del pur non esperto operatore.

Meno stupefacenti, ma indiscutibilmente più inquietanti, sono invece talune altre proposizioni che inducono a ritenere che l'applicazione in concreto della disciplina lasci molto a desiderare.

I punti deboli del sistema

Tre in particolare le indicazioni atte a suscitare una siffatta allarmata perplessità:

Nota:

(continua nota 3)

con specifico riferimento ai derivati negoziati OTC, che l'assistenza fornita alla clientela nella fase di strutturazione di queste operazioni, create (o quantomeno presentate come) «*su misura*» per il cliente, pur in una logica di parziale standardizzazione, presuppone intrinsecamente che il prodotto sia presentato come adatto alla clientela e rende, quindi, imprescindibile l'applicazione del regime di adeguatezza previsto in caso di svolgimento del servizio di consulenza in materia di investimenti». Come dire: non esiste derivato senza consulenza. Ma il discorso potrebbe estendersi ad una moltitudine di prodotti, pur diversi dagli illiquidi e nondimeno scarsamente «*afferrabili*» dall'acquirente finale.

(4) Motivo per il quale riesce difficile condividere l'affermazione per cui gli orientamenti in commento avrebbero la funzione di enucleare l'atteggiamento del cliente nei confronti del rischio (profilo di rischio). Con questa previsione l'ESMA chiarisce definitivamente l'ambiguità della terminologia utilizzata dalla Mifid laddove la norma chiede agli intermediari di raccogliere le informazioni dal cliente in tema di «*preferenze in materia di rischio*» e «*profilo di rischio*» (così G. Zaghini, «*La valutazione di adeguatezza nella MIFID: gli orientamenti dell'ESMA applicabili dal 22 dicembre 2012*», in *Dittto Bancario*, dicembre 2012), ambiguità che discenderebbe dal fatto, confermato, secondo l'Autore, dal Discussion Paper di luglio 2012, nel quale l'espressione «*preferenze in materia di rischio*» si riferirebbe alla preferenza dell'individuo ad investire in determinati strumenti finanziari con date caratteristiche (c.d. rischio oggettivo), mentre l'espressione «*profilo di rischio*» si riferirebbe alla capacità di assumere rischio (c.d. rischio soggettivo). La non condivisione origina dall'ovvia constatazione della impidezza del distinguo, dato che altro è voler rischiare (preferenza soggettiva) altro è poterselo permettere (capacità oggettiva costituente il profilo).

- a) il meticoloso richiamo ai principi del KYM (*know your merchandise*) (§§ 24-28);
- b) la rammentata necessità che i servizi di consulenza e gestione «tengano conto di un adeguato livello di diversificazione del rischio» (§ 60.a);
- c) la cautela nell'affidarsi all'autovalutazione del cliente (§§ 41-46).

Più che allarmante, la prima indicazione è rabbrividente. Leggere nel documento dell'autorità di controllo europea che «*le imprese di investimento dovrebbero inoltre conoscere i prodotti che offrono*» nonché «*attuare politiche e procedure volte a garantire la raccomandazione di investimenti, o l'esecuzione di tali investimenti per conto dei clienti, solo se l'impresa comprende le caratteristiche del prodotto o dello strumento finanziario in questione*» ha il pregio di rendere verosimile l'inverosimile, dato che inverosimili sono sempre apparse, dai *subprime* ai giorni attuali, le dichiarazioni di molti venditori di merce guasta che, interrogati sul punto, hanno spesso candidamente riconosciuto di non aver compreso la natura di ciò che vendevano. La rivelazione della mediamente scarsa preparazione tecnica del *milieu* finanziario europeo sembra poi ulteriormente confermata dalle ulteriori indicazioni dell'Esma, là dove la stessa (in particolare ai §§ 25-27) insiste sulla necessità che gli intermediari garantiscano l'adeguato livello di conoscenza e competenza in capo al personale coinvolto nel processo di adeguatezza, garantiscano che lo stesso personale sia consapevole del proprio ruolo nel processo valutativo dell'adeguatezza e che il suo grado di *expertise* si estenda tanto al profilo prettamente finanziario quanto a quello normativo. Questa prima lettura dell'Esma addita dunque una realtà di fatto - si badi: una realtà che coinvolge l'intero sistema europeo dell'intermediazione mobiliare e che all'estero, più che in Italia, registra picchi scandalosi - connotata da una disarmante approssimazione quando non un'autentica incompetenza, posto che, se le cose non stessero così, non si spiegherebbe tanta enfasi nel ribadire un obbligo preparatorio del resto già chiaramente contemplato dalla normativa primaria (5).

Altrettanto inspiegabile parrebbe la seconda indicazione, che si traduce nell'enunciazione di un elementare principio di normale e intuitiva prudenza nella gestione di un porta-

foglio, ossia la diversificazione del rischio: il che lascia intuire quanto modesta debba essere, nei fatti, l'applicazione delle regole di adeguatezza se neppure gli intermediari siano stati mediamente in grado di assicurare quella minima cautela gestionale e consulenziale consistente nell'attenuazione del rischio finanziario mediante la semplice differenziazione qualitativa e quantitativa degli investimenti.

Ma è la terza indicazione a fornire una precisa misura della sostanziale disapplicazione delle disposizioni in tema di valutazione di adeguatezza. E sul punto lo stesso linguaggio dell'autorità tradisce un evidente imbarazzo nel biasimare, sia pur in modo molto edulcorato, quella che parrebbe essere una prassi diffusa, ossia l'espletamento del processo di apprezzamento attraverso l'autovalutazione da parte del cliente. Sul punto l'Esma ha cura di rimarcare che gli intermediari non dovrebbero fare «*indebitamente affidamento sulle autovalutazioni dei clienti*» circa le loro conoscenze ed esperienze e la loro situazione finanziaria (§ 41). Principio che poi viene declinato attraverso raccomandazioni più specifiche che, lette alla rovescia, sembrano delineare il reale modello comportamentale in essere nei mercati. Così, nel § 43, si invita a ripensare il metodo stesso di formulazione delle domande al cliente suggerendo: a) in luogo di chiedere al cliente se egli ritenga di avere sufficiente esperienza per investire in alcuni strumenti, di domandargli quali tipi di strumenti egli conosca; b) in luogo di chiedergli se ritenga di avere fondi sufficienti per effettuare investimenti, di richiedergli dati oggettivi sulla sua situazione finanziaria; c) in luogo di domandargli se si senta o meno in grado di sostenere i rischi dell'investimento, di chiedergli quale sia il livello di perdita massima sopportabile.

Il rischio della profilazione pilotata e la sua instabilità

Il cumulo di queste indicazioni, provenienti

Nota:

(5) Cfr. art. 21 Tuf., comma 1° lettera a) ove si fa obbligo all'intermediario di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività.

dal supervisore europeo, agita il forte sospetto che la profilazione del cliente non avvenga, in concreto, nella direzione voluta dalla direttiva con un conseguente spostamento del baricentro di responsabilità dall'intermediario al cliente: spostamento cui invece le nuove disposizioni in tema di adeguatezza avrebbero dovuto ovviare.

Analogamente, la messa in guardia contro la possibile inefficienza di metodi informatici di profilazione contenuta nel § 44 dà una precisa misura della sbrigatività e dell'automatismo che nei fatti connotano la valutazione di adeguatezza e che, nuovamente, si pone in antitesi con la *ratio* stessa dell'istituto, il quale esige, tutto all'opposto, che la valutazione sia condotta in termini effettivamente personalizzati onde coerentemente pervenire a giudizi parimenti tagliati su misura.

Non diversamente, il § 45 affronta esplicitamente una tipologia di comportamento alquanto diffusa e rispetto alla quale non è sempre agevole discernere la distribuzione di responsabilità sugli attori del rapporto. Osserva Esma che «rischi potenziali potrebbero sorgere, ad esempio, quando i clienti (dietro loro iniziativa o se incoraggiati dal personale di contatto con il pubblico) modificano le loro risposte per accedere a strumenti finanziari che potrebbero non essere adatti a loro». La fattispecie è in sé nota e costituisce la soglia massima di negazione del rilievo dell'adeguatezza. Ove il risultato del processo di profilazione esprima un dato profilo di rischio incompatibile con lo strumento finanziario richiesto dal cliente o proposto dall'intermediario, il divieto di dar corso all'operazione inadeguata viene valicato attraverso la modifica del profilo stesso. In assenza di un reale mutamento delle condizioni finanziarie, della propensione al rischio e degli obiettivi del cliente (i quali, ove esistenti, verificabili e verificati, muterebbero radicalmente la prospettiva e renderebbero pienamente lecita tanto la variazione quanto l'operazione a quel punto adeguata al mutato profilo), siffatta prassi implica una duplice violazione, che si sostanzia, per un verso, nell'alterazione indebita del profilo di rischio e, per l'altro, in una palese infrazione del divieto di consigliare o effettuare operazioni inadeguate. Il blando rimedio suggerito dall'Esma (gli in-

termediari «dovrebbero adottare misure ragionevoli per attenuare i rischi potenziali connessi all'uso di tali strumenti») non vale a sminuire la portata del rilievo e la gravità in sé del fenomeno che segna, nei fatti, un reiterato fallimento della disciplina votata alla preservazione dell'interesse del cliente.

Ragioni tecniche del fallimento del modello Mifid

Un tale fallimento viene talora ascritto alla stessa condotta del cliente. I teorici della c.d. finanza comportamentale ritengono infatti che sia spesso l'errata risposta del cliente alla domanda postagli dall'intermediario a determinare profilazioni incoerenti e, *par conséquent*, a permettere l'esecuzione di operazioni inadeguate. In tal senso i questionari, per come attualmente strutturati, confonderebbero la rilevazione delle preferenze verso il rischio con gli obiettivi di investimento, non rendendo chiaro agli investitori che l'attitudine verso il rischio è una sola delle determinanti degli obiettivi di investimento (6). L'approccio attuale sarebbe erroneo in quanto viziato da evidenti deficit cognitivi e *bias* (7) dei soggetti intervistati, che determinerebbero un sensibile divario tra tolleranza dichiarata e tolleranza reale al rischio, con conseguente scarto cognitivo fra rischio oggettivo e rischio percepito (8).

Senza qui entrar nel merito dell'affidabilità di siffatte teorie, esse si limitano, a ben vedere, a proporre una patinata definizione del secolare principio immortalato dal virgiliano *auri sacra fames*, l'esecranda fame dell'oro, insomma la congenita avidità dell'essere umano che lo condurrebbe a scelte ed azioni particolarmente azzardate, quando non scel-

Note:

(6) Così E.M. Cervellati, F. Parrella, M. Spallone, *Una proposta di revisione dei questionari per la profilatura della clientela*, CASMEF, LUISS Guido Carli, Milano 2013.

(7) In psicologia termine *bias* (letteralmente «pregiudizio») denota una distorsione valutativa provocata da un preconcetto irrazionale alimentato da un fenomeno istintivo ineliminabile nel ragionamento umano, ma di cui sarebbe opportuno tener conto nelle valutazioni *ex post* di natura statistica o critica.

(8) In tal senso cfr. N. Linclano, *Una proposta di revisione dei questionari per la profilatura della clientela*, Milano, 2013.

lerate, grazie ad una completa sottovalutazione delle conseguenze e in cambio della prospettiva di un facile arricchimento. La spiegazione psico-finanziaria non può certo valere né come attenuante né come giustificazione.

La soluzione del problema sta altrove.

Può darsi per assodato che, se da un lato l'investitore, quali che ne siano le ragioni, *bias* cognitivi o pecuniaria ingordigia, sia incline a sottovalutare il rischio reale di un investimento, non è men vero dall'altro che le norme positive sono estremamente chiare nell'intento di prevenire ogni distorsione affidando alla parte professionale siffatto compito, indubbiamente ingrato, di profilarsi. Tuttavia, una piena, costante, disinteressata e accudente azione protettiva del cliente ad opera dell'intermediario non appare oggettivamente conseguibile attraverso un pur sofisticato «approccio investigativo» (9): un simile obbligo, in un modo o nell'altro, verrà comunque eluso per quanto solidi possano essere i presidi coi quali la legge ne assista l'assolvimento.

Se si vuole, azzardando una conclusione che potrebbe suonare scandalosa, l'obbligo di una parte contrattuale non già di comportarsi secondo buona fede ma di perseguire primariamente l'interesse della controparte è, in qualche misura, un precetto innaturale se calato in qualsivoglia dinamica contrattuale. Se l'obiettivo di tutela della parte «debole» è certamente coonestabile in ambito finanziario in ragione dell'indiscutibile rilievo sociale del risparmio, diviene invece del tutto irrealistico supporre che lo stesso possa conseguirsi affidando siffatta tutela alla parte «forte».

La soluzione: il passaggio ad una criteriologia distributiva basata su parametri oggettivi

a) Preclusioni e soglie quantitative

L'unico metodo per scongiurare il declino del sistema e prevenirne le disastrose conseguenze non può che essere di natura oggettiva, ossia un metodo che consegni 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 co-

me tali suscettibili di generare, più o meno consapevolmente, margini di errore.

Due, in tal senso, le possibili linee di azione. La prima linea consiste nell'introduzione di un secco divieto di vendita di determinati prodotti a determinate categorie di investitori. Dovrebbe dunque proibirsi, ad esempio, il collocamento di obbligazioni strutturate presso piccoli investitori (per tale intendendosi coloro che dispongano di un complessivo capitale finanziario non superiore ad una data e predefinita soglia: 1 milione di euro ad esempio in luogo dell'irrealistico parametro di 500.000 previsto dalla disciplina vigente al fine del test di professionalità) e, oltre tali limiti, introdurre soglie percentuali massime all'investimento. Del pari, dovrebbe interdarsi all'impresa non finanziaria la stipulazione di derivati speculativi ossia privi di correlazione con un'effettiva posizione da ricoprirsi e ciò a prescindere dal silenzio o dalle più o meno equivocate indicazioni contenute nell'accordo quadro. La logica del «vietato ai minori» non è affatto scandalizzante o reprimente, dato che la stessa già trova applicazione per i cc.dd. fondi riservati o per la reimmissione sul mercato *retail* di prodotti che abbiano costituito oggetto di una preventiva offerta al pubblico esente dall'obbligo di prospetto (cfr. art. 100/bis comma 3 Tuf). Si tratta semplicemente di affinare quel principio e di conferirgli un più vasto raggio di applicazione.

b) L'impiego degli scenari probabilistici: presupposti tecnici e normativi

La seconda linea è ancor più semplice da perseguire, anche perché l'ordinamento già la persegue, quantunque in tempi recenti, essa pare avviarsi ad un inspiegabile tramonto (10). Ci si riferisce all'impiego dei cc.dd. scenari probabilistici, ossia a quelle rappresentazioni che, basandosi su metodi matematici accreditati dalla scienza stocastica,

Note:

(9) G. Zaghini, *La valutazione*, etc. cit. alla nt. 4.

(10) Sia qui permesso, per una più compiuta e approfondita analisi del tema, rinviare ad un recente scritto dello stesso autore «L'inspiegabile riduzione della trasparenza sul rischio finanziario: realtà normativa ed equivoci europei», in *Rivista di diritto bancario*, dirittobancario.it, n. 2, 2013.

consentono di stimare e di quantificare il grado di rischio dell'investimento attraverso l'esposizione, in forma sintetica e del tutto comprensibile anche al meno attento degli investitori, delle differenti probabilità che un dato investimento generi profitti o perdite.

Se all'investitore si rappresenta in una tabella riassuntiva che, ad esempio, il rendimento negativo sarà pari al 25%, quello neutro al 70%, quello positivo al 5%, l'investitore potrà avvedersi che l'investimento gli darà 25 probabilità su 100 di perdere e 75 di stare al sicuro e quindi, in termini più «raffinati», 1 probabilità su 4 di perdere, 2,8 su 4 di riottenere il mero capitale e 0,2 su 4 di guadagnare. Se poi, come la tecnica costruttiva dello scenario probabilistico prevede, si andrà anche a quantificare il c.d. valore centrale del singolo scenario, ossia una media del livello di profitto o di perdita che al verificarsi di quel dato scenario il prodotto potrebbe generare, l'informazione acquisirà una portata decisamente più nitida e porrà tanto l'investitore quanto l'intermediario nel reciproco imbarazzo di, rispettivamente, chiedere o proporre quel dato prodotto ove la prospettiva additi un rischio incompatibile con il profilo del cliente.

L'adozione degli scenari probabilistici non è d'altronde una novità posto che in parte essi già sono inseriti nello strumentario di trasparenza approntato dal legislatore, con la sola inspiegabile precisazione per cui, da qualche tempo a questa parte, siffatti strumenti tendono ad essere negletti.

La menzionata raccomandazione Consob sugli illiquidi (tuttora vigente) già li prevede (11), così come li prevede il regolamento emittenti per le polizze finanziarie di tipo *unit* e *index linked*. Per la verità, lo stesso regolamento contemplava l'impiego degli scenari probabilistici anche per fondi e sicav e solo con la delibera n. 18210/2012 la Consob riterrà di abolirli sulla base di un'assai criticabile e criticata interpretazione delle nuove disposizioni della direttiva 2009/65 (c.d. UCITS IV) e del relativo regolamento 583/2010, che hanno condotto all'introduzione del c.d. *Key Information Investor Document*, meglio noto sotto il suo acronimo KIID (12). Del pari in fatto di obbligazioni bancarie, societarie e di talune tipologie di

derivati, la direttiva sui prospetti (2003/71) ed il relativo regolamento (809/2004) subordinano l'emissione al preventivo benestare di Consob, la quale può subordinare il nulla osta all'inserzione di informazioni ulteriori rispetto a quelle previste dagli standard regolamentari (cfr. artt. 3 e 22 del cit. reg. 809), così come, ove si tratti di prospetti autorizzati da altra autorità comunitaria, l'art. 17 della direttiva 2003/71 legittima la Consob a richiedere tale inserzione all'autorità dello stato di origine, con tanto di potere cautelare interdittivo (art. 23 dir. cit.) sino a soddisfazione della richiesta. Siffatto potere integrativo, che negli anni precedenti risultava regolarmente esercitato proprio attraverso la richiesta di integrazione con gli scenari probabilistici, in tempi più recenti non sembra più essere nelle corde dell'autorità di controllo: lo comprova il fatto che gli scenari non compaiono più nei prospetti di più recente diffusione. Parimenti inspiegabile è la ragione per cui la stessa raccomandazione dianzi citata trovi scarsissima applicazione e il noto regolamento sui derivati stipulati dagli enti territoriali, in attuazione del D.L. 112/2008, il cui allegato tecnico espone un chiaro meccanismo per la stima del *fair value* basata su rappresentazioni di tipo probabilistico, risulti da più di tre anni pronto, firmato dal Ministro ma non ancora emanato.

Senza qui indulgere sul pur affascinante tema dell'inesistenza di ragioni giuridiche o commerciali capaci di giustificare questa scelta dell'ordinamento (13), giova invece os-

Note:

(11) Il § 1.5 della relativa comunicazione così recita: «per illustrare il profilo di rischio di strutture complesse, è utile che l'intermediario produca al cliente anche le risultanze di analisi di scenario di rendimenti da condursi mediante simulazioni effettuate secondo metodologie oggettive (ossia rispettose del principio di neutralità al rischio)».

(12) Si vedano sul punto anche gli scritti di: F. Corielli, *Il concetto di valore nullo dei contratti derivati*, 20 febbraio 2013; R. D'Ecclesia - U. Patroni Griffi, *Qual è la probabilità di capire dove investiamo i soldi*, www.linkiesta.it, 22 febbraio 2013; U. Cherubini, *La Consob misura il rischio ma ignora l'incertezza*, www.linkiesta.it, 16 novembre 2012.

(13) Non può infatti ritenersi né che lo strumento probabilistico possa rivelarsi riduttivo o fuorviante più di quanto possa esserlo il *benchmark* (tuttora imposto nel servizio di gestione: artt. 29 e 38 del Reg. Intermediari); né che possa essere inaffidabile o manipolabile, posto che lo stato della scienza statistica è tale per cui sarebbe sufficiente impor-

servare come l'impiego dello scenario probabilistico potrebbe sensibilmente contribuire al superamento delle criticità riscontrate nell'applicazione della disciplina sull'adeguatezza. La quale non va certo soppressa bensì semplificata con questo ulteriore strumento. In effetti, lo scostamento fra rischio reale e rischio percepito, quand'anche consumatosi in sede di profilazione, potrebbe utilmente indurre a ripensare quest'ultima proprio in fase di vendita del singolo prodotto: più semplicemente, se il cliente, per errore, proprio o indotto che sia, ha dichiarato una propensione al rischio maggiore di quella oggettivamente sopportabile, nel momento in cui si veda quantificare il probabile rischio reale sarà ragionevolmente portato - e se non lo fosse sarà compito, a quel punto agevole, dell'intermediario portarlo - a scartare la soluzione inadeguata.

Tutto ciò implicherebbe apprezzabili vantaggi per entrambi gli attori: l'investitore, infatti, disporrà di uno strumento chiaro e intuitivo, idoneo ad evitargli una scelta obiettivamente azzardata ancorché teoricamente compatibile con il suo erroneo profilo; a sua volta l'intermediario avrà modo di correggere e aggiornare il profilo stesso dispo-

nendo di un test concreto e ripetuto di adeguatezza. Il primo eviterà di esporsi in modo sconsiderato ad un rischio eccessivo, il secondo avrà modo di assolvere trasparentemente al suo obbligo, risparmiando, ad un tempo, i costi di un'indagine tanto invasiva quanto fallibile (quale è l'odierna tecnica di profilazione, come Esma insegna) e le conseguenze, amministrative e risarcitorie, quando non penali, connesse alle inevitabili contestazioni o contenziosi che deriverebbero dal successivo naufragio.

Nota:

(continua nota 13)

re agli emittenti di adottare le stesse metodologie di stima che essi adottano per il prezzare e stimare il *fair value* dei loro strumenti, operare un serrato controllo sull'attendibilità di quelle metodologie ed imporre un periodico e costante aggiornamento della stima; né infine che tale obbligo informativo implichi nuovi e complessi oneri. A quest'ultimo riguardo basterà rammentare che la stima probabilistica è un dato di cui l'intermediario già si avvale e quindi l'onere di trasferire al cliente la relativa informazione diviene veramente trascurabile, certamente inferiore al diano descritto metodo investigativo imposto dalle stesse norme sulla profilazione. Per una più dettagliata disamina cfr. ancora E. Girino, *L'inspiegabile riduzione*, etc., cit. alla nt 12.

IPSOA & Finanza

LIBRI

Nuova Centrale dei Rischi

di F. Lenoci e S. Peola

II Edizione 2012, Ipsoa Editore, pagg. 464, € 40,00



La Centrale dei Rischi è un fondamentale "biglietto da visita" dell'impresa, dalla valenza assai superiore rispetto al bilancio d'esercizio e alla dichiarazione dei redditi, ai fini sia dell'accesso al credito che della mancata revoca del medesimo. Ciò in quanto è logico e legittimo per la banca dare maggior peso alle informazioni di cui può disporre in modo continuativo e, soprattutto, automatico. Obiettivo del libro è quello di sviluppare un approccio proattivo con questo sistema di reportistica, che non deve più essere visto come al solo servizio delle banche, ma anche a supporto dei professionisti, delle imprese e dei confidi. Il volume illustra sia i contenuti della documentazione alla base del rapporto tra PMI e banca, sia le modalità con cui

tale documentazione viene esaminata dalle banche allo scopo di attribuire un rating ai sensi di Basilea 2 e Basilea 3. Viene inoltre effettuata una disamina degli aspetti normativi, giurisprudenziali e stragudiziali. L'ultima parte del volume affronta il tema delle sfide e prospettive che la nuova Centrale dei Rischi propone ai professionisti e il tema delle centrali rischi private, meglio conosciute come sistemi di informazioni creditizie (SIC).

Per ulteriori informazioni o per l'acquisto:

- Servizio Informazioni Commerciali Ipsoa
Tel. 02.82476794 - fax 02.82476403
- Agenzie Ipsoa di zona
(www.ipsoa.it/agenzie)
- www.ipsoa.it