

I contratti del mercato finanziario

Fattispecie, regole e tutele

L'Art. 21 TUF tra prospettive relazionali e prospettive regolatorie

FRANCESCO DENOZZA

Regolatorio.

- L'art. 21 regola comportamenti che un privato deve tenere in relazioni che instaura con altri privati e in questo senso è diritto privato.
- E' regolatorio, perché si preoccupa non solo di ottimizzare relazioni tra singoli, ma di creare un mercato in cui:
 - La soddisfazione delle necessità finanziarie dei consumatori sono affidate all'offerta privata;
 - i consumatori selezionano le offerte in base alle loro preferenze, in maniera informata e razionale.
- Dal punto di vista tecnico la natura regolatoria ha delle conseguenze sulla rilevanza attribuita al nesso causale, sul livello di formalismo, sul modo di trattare i conflitti di interesse, ecc.

Modello.

Idea centrale: se si riesce a garantire ai consumatori la possibilità di compiere scelte adeguatamente informate e razionali si ottengono contemporaneamente due risultati:

--- la protezione degli interessi dei consumatori: ogni consumatore può soddisfare le sue personali preferenze senza che altri interferiscano;

--- un efficiente funzionamento dei mercati: le razionalità intenzionali degli agenti si combinano in una (inintenzionale) razionalità sistemica.

Presupposti fattuali del Modello.

- Indifferenza: la collettività non è interessata al contenuto delle scelte dei singoli.
- Indipendenza: ciascuno sceglie per conto suo e senza effetti per gli altri.
- Equilibrio: esiste uno stabilizzatore sistemico (la mano invisibile, Arrow e Debreu, ecc.)

in realtà, i prodotti finanziari:

----- Non hanno valore d'uso, non sono oggetto di un consumo privato, si collocano al crocevia tra risparmi e investimenti. La collettività non è indifferente.

----- Il prezzo dipende molto più dalle opinioni che dalle preferenze. Manca l'indipendenza.

----- Non funziona il meccanismo equilibratore della legge domanda/offerta. L'aumento del prezzo può determinare la crescita della domanda e la diminuzione la decrescita.

Risultato: interconnessioni, interdipendenze, volatilità, ecc.

Razionalità individuale.

- Il problema non sono le disfunzioni studiate dai comportamentisti, ma sono i limiti creati dal contesto.
- La razionalità è un fenomeno sociale non solo individuale (Arrow).
- Tutto il sistema di protezione dei consumatori (non solo di quelli finanziari) ignora la necessità che si razionalizzi il contesto prima ancora di tentare di razionalizzare i comportamenti individuali.
- La «finanziarizzazione» aumenta la rischiosità del contesto in un modo che nessuna razionalità individuale può controllare.
- Alla *roulette* il giocatore razionale è quello che rifiuta di farsi pagare 15 volte un *en plein*, una volta la dozzina, ecc.
- Oltre non si va, il rischio non si elimina e neppure si riduce.

Razionalità sistemica

Fallacy of composition: un insieme di transazioni singolarmente efficienti non produce necessariamente un sistema efficiente (crisi 2007-2008).

Comportamenti razionali dal punto di vista individuale, ma irrazionali dal punto di vista sistemico:

- Bolle, Comportamenti di gregge, *Sunspots*, *Information cascade*, ecc.
- Comportamenti, fonti di volatilità e di negativi effetti sistemici, che anche al più razionale degli operatori professionali può capitare di tenere.

La «finanziarizzazione» amplifica i rischi connessi con questi comportamenti individuali e diminuisce la possibilità di intervenire e di tenerli sotto controllo.

Che fare?

- Regolazione, invece di semplice *governance*, dei prodotti.
--- allineamento degli incentivi dei produttori con le esigenze dei consumatori.
- Obblighi di creazione di prodotti adatti a certi tipi di clientela.
- Potenziare la protezione speciale di classi di consumatori o di segmenti del mercato.
- « *A better position* » (Aus, UK): i risultati sono rilevanti? È ipotizzabile una obbligazione, che resta di mezzi, ma è riferita però ad un risultato?