



Mifid e titoli illiquidi: tra normativa e mercati

Quale potrebbe essere una soluzione semplice al fatto che alcuni titoli sono definiti illiquidi? L'importanza dei mercati secondari nell'asset allocation

Qual è la definizione di un titolo illiquido e quale potrebbe essere una soluzione semplice al fatto che alcuni titoli sono definiti illiquidi? Una soluzione ci sarebbe, ma richiederebbe l'adozione di sistemi efficienti sia per quanto riguarda il processo autorizzativo di emissione sia per quanto riguarda i processi di post-vendita, che devono includere eticamente e strutturalmente un rigido principio di negoziabilità. **La Mifid infatti contiene fin dalla prima stesura del 2006 un fondamentale principio che limita la collocabilità dei titoli non negoziabili.**

Oltre ad avere ampliato il numero di *trading venue* (le cosiddette piattaforme di scambio), la direttiva sottolinea come **un titolo debba avere un suo mercato secondario**, presso mercati regolamentati, piattaforme multilaterali di scambio o presso soggetti che si assumono l'incarico di mantenere attivo il mercato di scambio a due vie, denaro e lettera, di strumenti propri o in delega.

Nessuno strumento finanziario, insomma, dovrebbe essere "non quotato" come si diceva una volta. Oggi si preferisce riferirsi a titoli "non negoziabili" facendo così cadere il concetto di quotazione, ma introducendo il fondamentale concetto di **efficientamento di un mercato che è la continua presenza di denaro e lettera su qualsiasi strumento finanziario collocato o collocabile.**

Nonostante tale principio sia in vigore fin dalla stesura della direttiva, e soprattutto diventi imperativo nel momento in cui la direttiva è recepita dall'organico legislativo del nostro paese, **sembirebbe che l'abitudine a collocare titoli senza sostenerne il mercato secondario non sia affatto passata di moda.**

Anzi, ci sono dei titoli – mi vengono in mente le azioni di alcune banche popolari, poi trasformate in SpA, ma anche alcuni tipi di obbligazioni – trattati (si fa per dire) su piattaforme mancanti del sostegno di market maker efficaci e soprattutto della metodicità dell'incontro quotidiano tra domanda e offerta.

Queste carenze **non possono che generare prezzi a spread talmente larghi da rendere del tutto inutile l'introduzione di questi titoli sulle varie piattaforme.** Vediamo così diventare quasi inefficiente il mercato secondario dei minibond così come quello delle azioni bancarie o corporate di piccole dimensioni.

La soluzione più logica a mio avviso è a monte e riguarda le **autorità competenti**. Spetta a loro, infatti, l'autorizzazione del quantitativo da definire a priori quando si tratta di strumenti destinati a entrare nei portafogli amministrati o gestiti. E spetterebbe alla medesima autorità la verifica della trasparenza dei processi di formazione del prezzo degli scambi sui medesimi strumenti.

Perciò, **se si autorizza il collocamento di un bond da tre milioni di euro**(importo che evidenzia a priori l'illiquidità dello strumento) **sarebbe bene farlo sempre nel rispetto della Mifid**, individuando il target teorico e quello effettivo cui lo strumento è destinato. E se il target effettivo non esiste, perché ad esempio i profili medi dei clienti non renderebbero adeguato lo strumento, questo non dovrà neppure essere preso in considerazione ai fini di un'asset allocation effettiva.

Quindi sarebbe il caso che questi titoli, proprio perché illiquidi, passassero attraverso un **processo di verifica dell'adeguatezza** e non possano mai essere inseriti nei portafogli attraverso una pura negoziazione, nemmeno in seguito a una fantomatica "iniziativa del cliente" che appare quanto meno poco credibile e di difficile sostenibilità.

Mi chiedo infatti quale cliente sottoscriverebbe un bond di una qualsiasi società presentandosi allo sportello titoli con un "isin code", sapendo che il circolante di quel bond è di poche centinaia di euro e che il prezzo viene trattato con spread spesso di 200 punti tra denaro e lettera.

Qualcuno a questo punto potrebbe obiettarmi che a questo modo si impedisce alle piccole e medie imprese di accedere alla raccolta diretta delle risorse patrimoniali. Condivido l'obiezione rispondendo

che **una soluzione potrebbe essere quella di fare circolare minibond o azioni illiquide a condizione che vi sia sempre un soggetto che realmente**, e non solo figurativamente, **ne garantisca la negoziabilità a spread ragionevoli**. Dealer, market maker, supporter, chiamatelo come volete ma questo mercato ne ha bisogno.

A conclusione mi pare giusto invocare una corretta applicazione dei principi di ripartizione del rischio anche nell'attività di prevendita e non solo nella costruzione dell'asset allocation. **Il rischio di liquidabilità deve, ai fini Mifid, avere lo stesso rango del rischio di credito e del rischio di mercato.**

E, soprattutto, la soluzione non può essere il fatto che nel questionario si chieda al cliente se accetta o meno profili temporali di investimento più lunghi. Infatti, anche se un cliente accettasse investimenti oltre i 5 anni, questo non significa che debba rimanere vincolato per anni a un investimento perché difficile da liquidare.

Illiquido infatti significa scarsamente o per nulla negoziabile. E questo va contro a tutti i principi di tutela dell'investitore.

A cura di Giovanni Pesce, presidente di Fugen Sicav Raif