



Servizi di investimento e tutela degli investitori in tempo di crisi

(criticità ed opportunità alla luce degli sviluppi regolamentari)

Vittorio Conti ¹

Roma, Agosto 2012

¹ *Commissario Consob.*

Ringrazio i colleghi Giuseppe D'Agostino, Nicoletta Giusto e Nadia Linciano con i quali ho avuto la possibilità di confrontarmi su questi temi. Le opinioni espresse sono strettamente personali e non coinvolgono in alcun modo la Consob.

Il contesto

1. Tra i problemi oggi sul tappeto troviamo i cambiamenti che stanno interessando i canali attraverso i quali il risparmio viene allocato agli investimenti produttivi. Tematica questa particolarmente sentita, non solo perché tramite essi la crisi ha toccato negli ultimi anni risparmiatori, imprese ed intermediari, ma anche perché l'efficacia e l'efficienza allocativa stanno diventando punti di riferimento obbligati per riavviare la crescita, obiettivo che figura tra le priorità dei *policy maker*.

Con riferimento al nostro Paese, le difficoltà indotte dalla fragilità dei mercati e dalla crescente competizione per le risorse finanziarie² si sommano ai segnali preoccupanti che vengono dalla formazione del risparmio, che da sempre ha rappresentato un punto di forza della nostra economia; la propensione è infatti scesa dal 22.2% del 1992, al 14.1% del 2002, all' 8.8% del 2011 (nel primo trim. 2012 il dato Istat relativo alle famiglie consumatrici è pari al 9.2%).

Secondo un sondaggio condotto da GfK Eurisko³ risulta che a dicembre 2011 i depositi, i titoli di stato e le obbligazioni rappresentavano ancora oltre il 70% delle attività finanziarie delle famiglie. Nel corso dello stesso anno, si sono invece progressivamente ridotte al 10% circa (da poco più del 12% del 2010) quelle interessate ad altri strumenti finanziari (azioni e

² V.Conti, "Rischio, regole, responsabilità: il sentiero stretto che ci consegna la crisi", *Bancaria*, n.5, 2012.

³ GfK Eurisko, *Mulifinanziaria Retail Market* (dati di sondaggio su un campione di circa 2500 famiglie italiane).

polizze) ed è scesa di poco più di un punto percentuale (dal 16% del 2010) la quota degli investitori *retail* che detengono prodotti del risparmio gestito. Inoltre, nonostante le incertezze che hanno scandito la dinamica dei mercati e le crescenti difficoltà di valutazione di molti strumenti finanziari comparsi in questi anni, si è ulteriormente contratta la già bassa percentuale di risparmiatori che si avvalgono di consulenti; dello stesso sondaggio emerge che a dicembre 2011 gli investitori *retail* che avevano ricevuto proposte di investimento personalizzate e specifiche (la così detta “consulenza Mifid”) si attestavano intorno all’8%, valore sostanzialmente stabile rispetto a quello di fine 2010, ma inferiore al dato del 2008.

2. Il calo della domanda di servizi di investimento in settori chiave della nostra industria finanziaria, come quelli del risparmio gestito e del risparmio amministrato, non riflette soltanto la comprensibile reazione degli investitori *retail* alle incertezze che stanno accompagnando le dinamiche dei mercati, ma è anche frutto di carenti politiche di offerta da parte degli intermediari.

In questi ultimi anni le scelte operative delle aziende di credito sono state dettate prevalentemente da emergenze gestionali sul versante della capitalizzazione, della liquidità e della redditività, mentre poco spazio è stato dedicato allo sviluppo di modelli di *business* finalizzati a garantire la sostenibilità dei margini di profitto oltre il breve termine attraverso un rafforzamento delle relazioni di clientela. In particolare, con riferimento ai servizi di investimento, poco si è fatto per rispondere ai bisogni della propria clientela *captive* nella delicata fase di definizione delle strategie allocative in risposta all’incertezza che domina i mercati.

Ciononostante il nostro sistema bancario, grazie alle radicate relazioni di clientela ereditate dal passato ed in gran parte legate alla spiccata vocazione al presidio del territorio, ha continuato a rappresentare uno snodo importante nella catena allocativa del risparmio della famiglia, superando così meglio di altri sistemi i contraccolpi della prima fase della crisi.

3. La scarsa attenzione ai bisogni degli investitori *retail* da parte degli operatori del settore è al centro anche del dibattito internazionale che sta accompagnando gli sviluppi regolamentari. In particolare ci si sta interrogando sulla correttezza dell'assunto che in contesti volatili e rischiosi, come quelli che hanno caratterizzato i mercati in questi anni, le priorità dei piccoli investitori possano essere ricondotte esclusivamente alla ricerca di protezione.

E' evidente che l'abbandono di questo assunto, da cui sono derivate scelte per molti versi inadatte per rispondere alle difficoltà del momento, comporta per gli intermediari un profondo ripensamento dell'approccio tradizionale alla prestazione dei servizi di investimento. La cresciuta complessità del contesto impone infatti un maggior impegno nella messa a punto di metodologie che aiutino non solo nella ottimizzazione di portafogli diversificati e nel controllo dinamico della rischiosità, ma anche nella corretta comprensione dei bisogni di risparmiatori ed investitori.

Gli intermediari e gli operatori attivi sui mercati stanno approfondendo queste tematiche per ridefinire ruoli, priorità strategiche e piani operativi. Tali rivisitazioni fanno intravedere significative ricadute per la clientela *retail* su cui è utile avviare alcuni approfondimenti, anche alla luce degli sviluppi del quadro regolamentare europeo.

Nuovi orientamenti

4. Le tematiche cui si è fatto cenno fanno parte di una riflessione più ampia sul futuro del “*retail banking*” sollecitata dagli esiti della crisi e riassunta in un recente rapporto comparso su *The Economist*.

Il ragionamento muove dalla constatazione che la fase immediatamente precedente la crisi ha rappresentato per molte banche un periodo di facili fortune nonostante gli scarsi meriti: “*Even the dullest of them could earn high returns by taking big risks*”⁴.

L'apparente facilità dei guadagni associati a prodotti esotici molto rischiosi, spesso non capiti, ha fatto presa anche su molte banche *retail* che hanno trascurato il loro *bread-and-butter business* e ignorato l'urgenza di mettere mano ad un radicale contenimento dei costi ed allo sviluppo di nuovi servizi.

Con l'irrompere della crisi è cresciuta l'attenzione per il *retail banking* il cui potenziale inespresso, o meglio trascurato in questi ultimi anni, rappresenta ora per molti manager transfughi dall'*investment banking*, un nuovo interessante banco di prova su cui misurarsi alla caccia di un *upside*, eloquentemente rappresentato dal rapporto come un possibile “*retail renaissance*”.

Guardando da vicino gli ingredienti di questa riscoperta, troviamo molti elementi sui quali ci si è spesso confrontati negli anni passati anche nel nostro Paese: l'importanza delle relazioni di clientela, lo sviluppo dei

⁴ The Economist, “*Retail renaissance*”, Special report, May 19th 2012.

ricavi da servizi per rispondere alla caduta dei margini di interesse, la necessità di procedere ad un radicale taglio dei costi per stare sul mercato con profitto.

Tra le novità spicca l'enfatizzazione della necessità di ripensare radicalmente ruolo e struttura delle filiali come punti preposti alla erogazione di servizi⁵, in un mondo in cui nuovi canali e strumenti di comunicazione stanno trasformando radicalmente non solo i rapporti tra i singoli, ma anche la loro interazione con le istituzioni e la gestione dei loro affari.

5. Se da un lato il ridisegno delle modalità di interlocuzione tra clienti ed intermediari è in parte obbligato, in quanto imposto dall'evoluzione dei sistemi di comunicazione, dall'altro si sottolinea come l'apertura alle nuove tecnologie possa generare rilevanti vantaggi competitivi, e conseguenti opportunità reddituali, attraverso un uso più efficace del patrimonio informativo disponibile sulla clientela, nelle fasi di progettazione e prestazione di nuovi prodotti/servizi.

Accomuna le sfide sottese agli orientamenti che si vanno delineando nei vari contesti nazionali la convinzione che occorra partire dalla valorizzazione delle relazioni di clientela per ritrovare la strada del profitto⁶ in un contesto in cui la competizione si affiderà più che in passato alle nuove tecnologie per sviluppare e distribuire i servizi. A questo proposito va osservato che, spesso, l'enfasi posta sull'importanza

⁵ Sul punto nel rapporto dell'Economist si legge "...banking is something few people enjoy", e ancora "...going to the bank is not much fun".

⁶ Sull'urgenza di ritrovare questo "paradiso perduto" vi veda G.Lusignani, M.Onado, "A long-term approach to Italian banks' profitability: Paradise lost?", *Working Paper*, March 2012.

di investire sulla fidelizzazione tradisce l'attenzione per una massa indistinta su cui lavorare per estrarre valore, piuttosto che per un insieme di soggetti da servire al meglio con profitto. Ciò traspare chiaramente dalle strategie commerciali elaborate da alcuni intermediari.

Infine è diffusa la consapevolezza che, date le diverse condizioni di partenza che caratterizzano i rispettivi contesti operativi, i percorsi di avvicinamento dei diversi sistemi nazionali al nuovo assetto saranno inevitabilmente differenziati, con la conseguente apertura di nuovi spazi per ripensare anche in chiave *cross-border* il proprio riposizionamento competitivo.

Per il sistema bancario italiano, tra i meno tentati in questi anni dalle lusinghe della finanza innovativa, questo ritorno al passato prospetta la necessità di reinterpretare il tradizionale "mestiere di fare banca", non l'urgenza di scoprirne uno nuovo. È tuttavia evidente che nel caso in cui dovessero concretizzarsi gli orientamenti appena prospettati, sarà cruciale rafforzare le relazioni con la propria clientela, migliorando la qualità dei servizi, per essere preparati alle future sfide competitive.

6. Alla ricerca di nuove strade per rivitalizzare il *retail banking*, alcuni intermediari stanno pensando di innovare la prestazione dei servizi di investimento facendo riferimento all'esperienza acquisita in questi anni operando su mercati altamente volatili e trattando prodotti innovativi particolarmente complessi, spesso frutto di articolate architetture di ingegneria finanziaria concepite per meglio presidiare i rischi di contesto e consentire così una gestione ottimale dei portafogli di investimento.

L'idea è di rendere fruibile lo stesso rigore metodologico a presidio della propria operatività, per una gestione efficace e consapevole dei *trade-off*

associati alle scelte allocative dei portafogli *retail*. Ad esempio, si pensa di utilizzare le nuove tecnologie di connessione a distanza per mettere a disposizione di una platea più ampia di clienti (effettivi e potenziali) modelli di simulazione che consentano di gestire in modo interattivo i propri portafogli di investimento, in collegamento con la banca per la trasmissione degli ordini.

I vantaggi per gli intermediari sono chiaramente riconducibili alla possibilità di realizzare economie di scala e di scopo lavorando sull'elevato numero di clienti e sul ricco patrimonio informativo che si rende per questa via disponibile. Il tutto associato a rilevanti riduzioni dei costi fissi di struttura, indotti dal sistematico ricorso alle nuove tecnologie di comunicazione in sostituzione delle reti tradizionali.

Con riferimento alla clientela, si intravede la possibilità di rispondere in modo differenziato alla domanda di nuove opportunità di investimento proveniente dai risparmiatori anche in tempo di crisi, fornendo loro gli strumenti più adatti per valutare i *trade-off* rischio-rendimento associati ai prodotti di investimento, di complessità e opacità molto differenziate, presenti sul mercato. Rendendo accessibili agli investitori in modalità “fai da te” appropriati algoritmi di misurazione, si migliorerebbe la qualità del servizio ampliando la gamma dei prodotti che possono contribuire ad una efficace gestione dinamica dei portafogli per dati obiettivi di rischio, rendimento e orizzonte temporale di investimento.

Per questa via sarebbe inoltre possibile superare i limiti di strategie allocative spesso ispirate dall'apparente “semplicità”, o se si preferisce dalla “comprensibilità”, dei prodotti da destinare ai portafogli di investimento; strategie queste fondate spesso sull'errata convinzione che

esista sempre una correlazione diretta tra la rischiosità di un prodotto e la complessità della sua ingegnerizzazione finanziaria⁷.

7. Pur essendo la linea del rigore metodologico imprescindibile per svelare le opacità che spesso accompagnano i processi innovativi e per consentire agli investitori di orientare in modo rigoroso le proprie scelte allocative confrontando i prodotti sulla base di parametri obiettivi ed omogenei⁸, occorre essere consapevoli che il superamento della tassonomia della “complessità” attraverso l’utilizzo di rigorose quantificazioni rappresenta una condizione necessaria ma non sufficiente per garantire un credibile sistema di tutele per gli investitori, in particolare per quelli *retail*.

Tale credibilità passa infatti anche attraverso una approfondita conoscenza dei bisogni della propria clientela, oltre che dalla rimozione di molteplici ostacoli che abbracciano trasversalmente i temi della cultura finanziaria, delle asimmetrie informative e dei conflitti di interesse.

L’importanza di queste tematiche, messa in evidenza dalle ricadute della crisi sui risparmiatori e dai conseguenti impatti reputazionali per molti intermediari, trova un preciso riscontro negli orientamenti espressi dalla produzione normativa comunitaria di questi anni. In particolare, la tutela degli investitori *retail* figura tra gli obiettivi da perseguire con

⁷ Nel dibattito regolamentare Europeo si continua a fare riferimento alla distinzione tra “*complex - non complex products*”, come condizione per limitare l’accesso degli investitori non professionali a certe categorie di prodotti o a certe modalità di fruizione dei servizi di investimento, anche se appare sempre meno adatta per rappresentare correttamente la variegata rischiosità dei prodotti finanziari presenti sui mercati.

⁸ Per un approccio di misurazione “coerente” dei parametri rilevanti per accompagnare il processo decisionale si veda M.Minenna, G.M.Boi, A.Russo, P.Verzella, A.Oliva, “A quantitative risk-based approach to the transparency on non-equity investment products”, *CONSOB Working Paper*, No. 63, April 2009.

determinazione sia per garantire risultati sostenibili oltre il breve termine a livello microeconomico sia per aiutare la stabilità sistemica rafforzando la reputazione degli intermediari finanziari attraverso solide relazioni di clientela costruite su elevati *standard* qualitativi dei servizi prestati.

8. Le Direttive ed i Regolamenti comunitari affrontano in modo diffuso, anche se non sempre organico, queste tematiche. In particolare nella MiFID (2004/39/CE), e ancora più esplicitamente nella direttiva di attuazione (2006/73/CE), è presente l'idea che l'investitore vada accompagnato nel momento in cui affronta le scelte di investimento, in quanto contraente debole e potenzialmente esposto alle leggerezze, alle omissioni od agli arbitrii delle proprie controparti professionali. Ciò non solo per la presenza di possibili asimmetrie informative, ma anche per fattori quali una cultura finanziaria inadeguata o per le caratteristiche psicologiche soggettive che possono differenziare in modo sostanziale la percezione dello stesso prodotto finanziario da parte di differenti investitori.

Un rigoroso riscontro a tali orientamenti si trova nelle analisi teoriche ed empiriche sui fattori che incidono sulle preferenze e sulla percezione del rischio da parte degli individui. L'evidenza mostra chiaramente come non solo non bastino sofisticate metodologie di misurazione di rischi e rendimenti per garantire adeguate tutele, ma come altrettanto rigore debba essere posto anche nella identificazione dei bisogni dei clienti e nella valutazione, non distorta, della loro tolleranza al rischio.

La tolleranza al rischio: la teoria...

9. Con riferimento alla misurazione della tolleranza per il rischio ed alle preferenze intertemporali, i contributi della teoria finanziaria classica, della finanza comportamentale e delle neuroscienze segnalano come l'investitore medio possa non essere adeguatamente attrezzato per valutare le compatibilità tra i prodotti/servizi presenti sul mercato ed il proprio appetito per il rischio, in coerenza con la distribuzione dei propri bisogni nel tempo. Infatti, pur in presenza di una corretta quantificazione e trasparente comunicazione dei rischi e dei rendimenti associati alle diverse alternative di investimento, non si può escludere che i tratti psicologici e la sfera emotiva del soggetto possano portarlo a percepire in modo distorto il rischio oggettivamente misurato e, quindi, indurre scelte incoerenti con i bisogni e con la rischiosità del contesto.

Secondo la finanza comportamentale i meccanismi psicologici e le reazioni emotive che possono alterare la percezione e l'attitudine al rischio, ed allontanare così da comportamenti razionali, possono assumere differenti connotazioni⁹. Ad esempio può risultare semplificato il processo di elaborazione delle informazioni che porta alla "overconfidence" o si traduce in "miscalibration"; l'avversione alle perdite può generare inerzia nei comportamenti e indurre *short termism*; le modalità di rappresentazione possono condizionare le preferenze verso il rischio (*framing effect*), portando ad enfatizzare il ruolo di alcuni elementi ed a trascurarne altri altrettanto rilevanti (*isolation effect*) nel processo di formazione delle decisioni.

L'evidenza sperimentale mostra come la componente emotiva svolga un ruolo fondamentale in quanto le scelte in condizioni di incertezza si

⁹ Si veda N.Linciano "Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori *retail*", Consob, *Quaderni di finanza* n.66, 2010.

fondano non solo sulla valutazione “cognitiva/razionale” del rischio, ma anche su reazioni emotive che sembrerebbero prevalere in caso di conflitto. Emerge inoltre che la percezione del rischio dipende dalle esperienze individuali pregresse e dal genere.

10. La rilevanza di queste analisi ai nostri fini può essere chiaramente colta ricordando le implicazioni del cosiddetto “effetto certezza”, cioè della propensione degli individui ad attribuire un peso maggiore alle variazioni della probabilità di un evento che corrispondono all’eliminazione del rischio, piuttosto che ad una sua mera riduzione¹⁰.

L’ampia letteratura che si occupa di questi fenomeni segnala infatti che tale effetto può introdurre *“un fattore distorsivo nel processo decisionale diverso e ulteriore rispetto a quello derivante dagli errori di calcolo delle probabilità, in quanto si manifesta anche quando le probabilità non devono essere stimate ma sono note”*. La distorsione delle probabilità oggettive dipende dal valore delle stesse; i soggetti sembrano infatti ponderare le probabilità in modo non lineare, ritenendo certi eventi molto probabili e, viceversa, impossibili eventi poco probabili¹¹.

Il ruolo della componente emotiva in condizioni di incertezza può esasperare questo fenomeno poiché *“mentre la componente razionale del processo di valutazione del rischio è sensibile a variazioni delle probabilità associate agli esiti possibili, la componente emotiva sembra non esserlo”*. Infine l’effetto certezza *“viene meno nel dominio negativo”*

¹⁰ Come mostra l’evidenza sperimentale, ad esempio, l’aumento della probabilità di un guadagno dal 90 al 100% viene considerato più significativo di un aumento dal 40 al 50%.

¹¹ Tale *bias* si accentua quando non viene percepita la differenza tra i valori delle probabilità ritenuti contigui; in altri termini probabilità pari al 70, 80, 90% possono essere associate tutte ad eventi non certi ma, tuttavia, egualmente verosimili.

cioè nel caso in cui gli esiti delle possibili alternative sono tutti negativi”, in queste circostanze “ad una perdita certa gli individui preferiscono una perdita probabile, anche se di valore atteso superiore”¹².

Gli approfondimenti teorici e l'evidenza empirica prodotta dall'economia sperimentale e della psicomatria evidenziano quanto sia complesso affrontare correttamente la misurazione di questi fenomeni e, al contempo, quanto siano rilevanti nella formazione dei processi decisionali dei singoli. Quindi, non possono essere ignorati nel momento in cui si è chiamati a garantire, possibilmente rafforzare in tempo di crisi, le tutele per gli investitori *retail*.

11. Alla luce delle considerazioni appena svolte vanno lette le prescrizioni MiFID che pongono in capo al distributore l'obbligo di valutare l'adeguatezza e l'appropriatezza dei prodotti offerti rispetto alle preferenze ed al profilo di rischio del cliente, prima di fornire suggerimenti o prestare servizi di consulenza in materia di investimenti o gestione di portafogli.

Le norme di secondo livello del 2006 hanno meglio specificato le informazioni che l'intermediario dovrebbe acquisire sul cliente raggruppandole in tre macro categorie riferite rispettivamente alle conoscenze ed esperienze in materia di investimenti, alla situazione finanziaria ed agli obiettivi di investimento. Nel 2008 il CESR, ora ESMA, è intervenuto per dettagliare ulteriormente quelli che potremmo definire i contenuti minimali di un possibile questionario finalizzato a rilevare i profili del cliente, con indicazioni in gran parte coerenti con gli

¹² N.Linciano, P.Soccorso, “La rilevazione delle preferenze degli investitori verso il rischio e l'orizzonte temporale attraverso lo strumento del questionario” CONSOB, *Discussion paper n. 4*, luglio 2012.

insegnamenti che provengono dalla letteratura economica e dalla finanza comportamentale.

Nonostante il grande merito di aver portato al centro dell'attenzione degli intermediari distributori l'importanza di "conoscere il proprio cliente ed i propri prodotti" per garantire adeguate tutele e gli sforzi delle Autorità europee per facilitare una corretta interpretazione dello spirito della MiFID, le esperienze maturate sul campo in questi anni stanno rivelando una sottovalutazione delle difficoltà tecniche associate alla corretta implementazione di approcci in linea con le attese. Difficoltà spesso aggirate dagli operatori affidandosi ad adempimenti del tipo "*tick the box*".

Gli esiti sono mediamente poco soddisfacenti sul versante delle tutele, spesso introducono distorsioni significative nelle profilature ed in ogni caso risultano costosi da implementare.

... e le prassi operative

12. Gli approfondimenti in corso stanno evidenziando problematiche riconducibili al già menzionato scollamento tra le indicazioni che provengono dalle analisi teoriche ed empiriche da un lato e le semplificazioni che stanno accompagnando la traduzione delle prescrizioni normative in coerenti prassi operative.

Le criticità sino ad ora emerse nei diversi paesi sono spesso simili, anche se non mancano elementi di differenziazione legati a specifiche connotazioni socio economiche che caratterizzano i singoli contesti nazionali con riferimento, in particolare, allo sviluppo dei servizi di

investimento, alla vocazione degli intermediari finanziari ed alla cultura finanziaria degli investitori.

Le Autorità nazionali si stanno adoperando per eliminare le incongruenze e le scorrettezze rintracciabili nella definizione dei contenuti dei questionari e nelle modalità di somministrazione degli stessi, al fine di rendere le implementazioni degli adempimenti MiFID pienamente rispondenti alle finalità della direttiva.

Gli orientamenti di *policy* che stanno emergendo dalle loro azioni riflettono inevitabilmente le specifiche connotazioni nazionali. Ad esempio, alla chiara indicazione in favore di rigorose metodologie per la misurazione quantitativa della tolleranza del rischio del cliente da parte dell'AMF francese si contrappone la scelta dell'FSA inglese di tracciare linee guida in cui non si trovano espliciti riferimenti a metodi o modelli per la valutazione dell'attitudine al rischio, ma si prospetta una lettura in chiave di *poor and good practices* dei processi preposti ad una affidabile valutazione dell'adeguatezza e dell'appropriatezza.

Anche negli Stati Uniti si stanno affrontando queste tematiche. Nel novembre 2010, la SEC ha approvato la proposta della FINRA (*Financial Industry Regulatory Authority*) di estendere a tutti i soggetti vigilati l'applicazione delle *know your customer* e *suitability rules*. Le linee guida che sono seguite nel 2011 suggeriscono un approccio di tipo *risk based* affidato alla "ragionevole diligenza" dell'intermediario nel valutare ciò che può essere coerente con il *customer's investment profile*¹³.

¹³ Per maggiori dettagli sugli approcci delle diverse Autorità si veda N.Linciano e P.Soccorso (2012).

13. Nel nostro paese gli approfondimenti condotti sui questionari di profilatura evidenziano problematiche simili, riconducibili ad un allineamento più formale che sostanziale alle prescrizioni della MiFID. Traspare poca attenzione agli esiti degli approfondimenti teorici ed empirici presenti nella letteratura specializzata su queste tematiche, forse indotta anche dalla scarsa consapevolezza della rilevanza strategica di questi profili per costruire solide relazioni di clientela in tempo di crisi.

L'analisi svolta nel 2010 da Marinelli e Mazzoli¹⁴ ha messo in evidenza carenze sul versante della rilevazione del profilo di rischio del cliente, la mancanza di domande sulle scelte di investimento passate e sulla presenza di eventuali vincoli finanziari. Inoltre i questionari allora esaminati risultavano in larga misura ispirati dai modelli di *business* degli intermediari, dalle caratteristiche dei prodotti offerti ed dal livello di competenza del personale addetto alla vendita, ma scarsamente orientati ad una accurata rilevazione delle caratteristiche dei clienti e dei loro bisogni.

I recenti approfondimenti condotti dalla Consob¹⁵, supportati anche dagli esiti di specifiche azioni di vigilanza, confermano ed integrano queste evidenze. Accanto ad aspetti procedurali, che compromettono la chiarezza e la comprensibilità dei questionari e quindi il loro valore segnaletico, troviamo incongruenze e lacune nelle informazioni acquisite e nelle modalità di raccolta.

¹⁴ N.Marinelli e C.Mazzoli, "*The Traditional Approach to Evaluate the Risk Tolerance of Investment Decisions*", Palgrave Macmillan,UK (2010).

¹⁵ Si veda il citato *discussion paper* Consob (n. 4, luglio 2012).

Tre profili appaiono particolarmente emblematici:

- con riferimento alla rilevazione delle conoscenze ci si affida spesso all'autovalutazione, chiamando il cliente a "ordinare" le conoscenze che ritiene di avere sui prodotti indicati nel questionario. Tale modalità di rilevazione presenta almeno due limiti: innanzitutto le risposte possono essere condizionate/distorte da atteggiamenti di *overconfidence* o di soggezione; in secondo luogo questo approccio non consente di verificare la conoscenza da parte dell'intervistato degli strumenti finanziari proposti e di accertare la sua padronanza di alcune nozioni di base necessarie per valutare anche i prodotti finanziari più comuni¹⁶;
- contrariamente agli orientamenti contenuti nella stessa MiFID, frequentemente si ignorano le variabili socio-economiche indispensabili per inquadrare la situazione finanziaria del cliente e per meglio definire la sua tolleranza al rischio¹⁷;
- infine, con riferimento agli obiettivi di investimento l'atteggiamento verso il rischio e le preferenze in materia di rischio vengono comunemente rilevati indistintamente rispetto all'orizzonte temporale ed alla finalità dell'investimento, anche se si tratta di grandezze influenzate da variabili differenti.

L'approccio alla valutazione della tolleranza al rischio presenta quindi ampi margini di miglioramento sia sul piano dei contenuti sia su quello linguistico testuale. La finanza comportamentale su queste tematiche prospetta suggerimenti utili per strutturare le domande in modo da evitare scorrette semplificazioni delle possibili alternative, o per sollecitare il

¹⁶ Ad esempio la relazione tra rischio e rendimento, la durata finanziaria, il valore atteso a scadenza, l'effetto della volatilità, la varianza, l'attualizzazione, la capitalizzazione degli interessi, ecc.

¹⁷ Tra le prime basta citare ad esempio la composizione del nucleo familiare e sue prevedibili variazioni e tra le seconde il genere, l'età, gli esiti delle scelte di investimento precedenti.

sistema “emotivo-pratico” degli individui in modo da ottenere risultati migliori di quelli associati a forme di rappresentazione “convenzionali” che fanno leva sul ragionamento analitico degli intervistati¹⁸.

Alla luce di quanto sin qui osservato, seppur in modo sommario, si prospetta la necessità di affrontare con più rigore queste difficili tematiche sia ripensando le metodologie su cui si fondano gli applicativi di profilazione della clientela, sia investendo nella cultura finanziaria degli addetti alla prestazione dei servizi di investimento.

E forse utile ricordare che in tempo di crisi sulla corretta prestazione dei servizi di investimento si gioca gran parte della reputazione degli intermediari *retail*. La loro affidabilità e professionalità si confermano come ingredienti cruciali per una corretta allocazione del risparmio agli investimenti produttivi ed il rafforzamento delle relazioni di clientela rappresenta una condizione essenziale per la loro capacità di stare sul mercato con profitto oltre il breve periodo in un contesto fortemente competitivo.

¹⁸ Ad esempio un esperimento relativo alle scelte previdenziali ha evidenziato che i soggetti raggiungono una migliore comprensione degli effetti dei diversi livelli di contribuzione quando i montanti dei piani pensionistici alternativi vengono “tradotti” in differenti tipologie di appartamenti acquistabili al momento del pensionamento. Benartzi S., Iyenger S., Previtro A. (2007), “Affective communication: engaging emotions to change consumers behaviour when cognitive appeal fails”, disponibile sul sito http://www.rand.org/content/dam/rand/www/external/labor/centers/befi/resources/pdf/conference/befi_2007_topic6.pdf

Orientamenti normativi e di vigilanza

14. Da quanto detto in precedenza è sempre più evidente come non si possa pensare di affidare esclusivamente ad approcci “fai da te” la fruizione dei servizi di investimento, la tutela degli investitori *retail* e con essa la reputazione di intermediari e distributori. Si può anche escludere che ciò possa accadere scegliendo la strada di un allineamento puramente formale alla lettera delle Direttive e dei Regolamenti comunitari.

L'evidenza segnala chiaramente come, per garantire una efficace protezione, sia necessario lavorare su due fronti. Innanzitutto vanno sviluppate metodologie che consentano al risparmiatore di scegliere tra le alternative di investimento comparando la quantificazione dei loro possibili esiti in termini di rischi, rendimenti, durata. In secondo luogo, altrettanto rigore metodologico va posto nella conoscenza dei bisogni dei clienti, nella valutazione della loro propensione ed attitudine per il rischio, nell'aiutarli a superare le incoerenze che in condizioni di incertezza possono violare la razionalità dei processi decisionali. Questo duplice impegno richiama la necessità di garantire adeguati presidi ai conflitti di interesse, una rigorosa formazione degli addetti preposti alla misurazione dei rischi ed alle relazioni con la clientela, nonché la strutturazione di servizi di consulenza di qualità.

Sulla verifica di queste condizioni si misurerà anche la capacità delle Autorità di attivare iniziative di vigilanza ed azioni di *enforcement* funzionali al rafforzamento delle tutele attraverso il monitoraggio del comportamento degli operatori. Infatti, se intermediari e distributori non dovessero muoversi in coerenza con le linee appena indicate, la sola strada praticabile per le Autorità diverrebbe quella prefigurata nella

normativa così detta di “*product intervention*”, orientata a proibire la distribuzione agli investitori *retail* di prodotti particolarmente innovativi o complessi. Questa soluzione, su cui per altro si sta ancora discutendo, potrebbe risultare problematico collocarla tra gli strumenti di tutela degli investitori *retail*, data la riduzione delle alternative di investimento che essa comporterebbe e le inevitabili maggiori difficoltà di strutturazione di azioni volte a diversificare ed immunizzare i rischi di portafoglio.

E' utile ricordare che questa stessa strada è contemplata anche dall'articolo 9 del regolamento istitutivo delle nuove Autorità Europee come estremo rimedio per tutelare gli investitori *retail* e garantire il corretto funzionamento dei mercati, in presenza di prodotti innovativi o di prassi operative da cui possono originare, come è successo nel recente passato, conseguenze sistemiche.

Porre le condizioni per prevenire il ricorso a questi percorsi estremi è una delle sfide che il contesto sta ponendo anche alle Autorità nella duplice veste di regolatori e supervisor attenti a verificare la *compliance* degli assetti organizzati, delle regole di condotta e dei sistemi di *governance* di intermediari e distributori allo spirito delle normative europee.

15. L'importanza di accrescere l'efficacia della azioni di vigilanza per rafforzare la tutela degli investitori va collegata anche alla difficoltà di far evolvere il quadro regolamentare in coerenza, con i tempi delle dinamiche di mercato¹⁹. Nel caso specifico le difficoltà non sono riconducibili soltanto alla necessità di regolare ciò che ancora non è regolato, ma anche al bisogno di rendere più coerente ed efficace il complesso delle norme che fino ad ora hanno toccato il tema delle tutele

¹⁹ V.Conti, “*Rethinking Regulation and Oversight to Learn the Lesson from the Crisis*”, SSRN: http://papers.ssrn.com/papers.cfm?abstract_id=1918765, 2011.

in modo frammentario e disomogeneo nell'ambito della regolamentazione di specifici prodotti o dei comportamenti di produttori e distributori.

L'obiettivo di livellare del terreno di gioco normativo attraverso la eliminazione delle incongruenze, oltre che attraverso una più attenta focalizzazione di alcune problematiche imposte alla nostra attenzione dalla crisi, sta accompagnando il lavoro di aggiornamento di alcune Direttive e caratterizzando la struttura delle nuove normative. Ad esempio, vanno in questa direzione le revisioni delle direttive Prospetto, MiFID e UCITS, l'impianto della recentedirettiva AIFMD sui fondi alternativi (*hedge funds, private equity* e sui fondi immobiliari), le linee guida sugli ETF e sui fondi strutturati, nonché le analisi condotte nell'ambito dei cantieri aperti sull'innovazione finanziaria e sui PRIPS (*packedge investment poducts*). Analoghe finalità stanno orientando le scelte di alcune Autorità europee finalizzate ai presidiare nel continuo, con flessibilità e proporzionalità, le modalità operative, le competenze ed il controllo dei conflitti di interesse degli intermediari e dei distributori attivi sui mercati.

Il lavoro si preannuncia complesso e difficile da completare in tempi brevi. Allo stato, la sola filiera interamente regolamentata in Europa è quella degli investimenti collettivi, in particolare in materia di UCITS; infatti, la direttiva nota come UCITS IV regola in dettaglio sia il produttore sia il prodotto. Le società di gestione del risparmio sono tra l'altro obbligate ad utilizzare rigorosi sistemi di misurazione, controllo e gestione dei rischi, mentre a livello di prodotto le norme prevedono, ad esempio, regole di *risk spreading* e l'indicazione degli investimenti ammissibili.

Peraltro, l'estensione della piena armonizzazione della filiera produttore-prodotto ad altri ambiti non sembra per ora rientrare nei percorsi che la Commissione Europea sta prefigurando per il futuro. La recente proposta di regolamento sui PRIPs (*prepackaged products*), infatti si limita a prevedere regole di trasparenza sul prodotto attraverso il KIID (*key Investor Information Document*), mentre gli aspetti distributivi rimangono affidati alla MiFID la cui riforma è in fase di avanzata discussione in Consiglio e alla IMD (*Insurance Mediation Directive*) per la quale è stata recentemente presentata una proposta di modifica. Il KIID è inoltre destinato ad aggiungersi, ove presente, al prospetto informativo già regolato a livello europeo da un esteso *corpus* normativo che è stato recentemente oggetto di modifica.

Attualmente si sta discutendo sulla decisione di mantenere come integralmente regolato il solo settore delle gestioni collettive cosiddette armonizzate; ciò potrebbe infatti favorire fenomeni di *regulatory arbitrage* nel caso in cui i distributori dovessero suggerire agli investitori scelte di investimento in prodotti soggetti a minore regolamentazione e controllo. Non è escluso che lo sviluppo del dibattito sui PRIPs possa indurre un ripensamento per correggere queste situazioni di *unlevel playing field* tra diversi prodotti di investimento ricorrendo ad un innalzamento dei requisiti per i *manufacturer* di prodotti di investimento destinati a larga distribuzione sul mercato *retail*.

Appare evidente come l'esito di queste scelte ed i conseguenti sviluppi normativi possano in prospettiva condizionare l'assetto competitivo del settore della prestazione dei servizi di investimento in Europa.

Nell'attesa che la definizione di strategie regolamentari praticabili si perfezioni, l'ESMA si sta dotando di strumenti per analizzare la situazione

del mercato europeo e costruire una base dati per approfondire le tematiche della distribuzione di prodotti di investimento sui mercati *retail*. Tali informazioni ed analisi potranno fornire anche i riscontri necessari per limitare in modo selettivo la distribuzione di prodotti ritenuti potenzialmente pregiudizievoli per l'ordinato funzionamento dei mercati, per la loro stabilità e per assicurare un'adeguata protezione agli investitori.

Alle Autorità nazionali spetterà il compito di contribuire a tale processo ed alla formazione di regole condivise, testimoniando le specificità domestiche e vigilando sugli operatori del proprio paese perchè sviluppino, con la necessaria gradualità ed adeguati incentivi, le competenze necessarie per innalzare le tutele, rafforzare le relazioni di clientela e per competere in Europa nel rispetto del quadro normativo condiviso che si va formando a livello comunitario.