

# Presentazione Report 2016 investimenti famiglie

Roma, 13 settembre 2016

*Carmine Di Noia*

## **Introduzione**

L'incontro odierno offre l'occasione per presentare il secondo numero del Rapporto annuale sulle scelte di investimento delle famiglie italiane. Il Rapporto raccoglie evidenze anche in merito ai livelli di conoscenza finanziaria degli individui e ai modelli decisionali adottati in ambito finanziario. Si tratta di temi che toccano aspetti di grande rilevanza sul piano di *policy*, quali ad esempio la comprensione dell'informazione finanziaria o la domanda di consulenza, come dimostra l'intenso dibattito, l'attività regolamentare e le iniziative in corso in materia di trasparenza informativa, regole di condotta e innalzamento della cultura finanziaria, tre leve fondamentali per la tutela del risparmiatore.

Su questi aspetti è prezioso il confronto con le Istituzioni (oggi rappresentate dal dott. Ugo Bassi della Commissione europea, dalla dott.ssa Magda Bianco della Banca d'Italia e dalla prof.ssa Rabitti Bedogni dell'OCF), con l'accademia (oggi rappresentata dal prof. Di Giorgio), e con l'industria (rappresentata dalla dott.ssa Laura Piatti), nonché con i primi portatori di interesse del sistema finanziario, gli investitori (a rappresentare i quali oggi c'è con noi G. Prache).

## **Perché un Rapporto Consob sulle scelte di investimento delle famiglie**

Il Report si inserisce in un percorso di studi e ricerche che la Consob conduce ormai da anni, anche attraverso l'applicazione delle metodologie suggerite dall'economia comportamentale. Tale disciplina è indicata da diverse istituzioni internazionali come lo strumento di frontiera per la definizione delle prassi regolamentari e di vigilanza (OECD, 2014<sup>1</sup>), poiché basata sull'analisi del comportamento delle persone, anziché sull'ipotesi irrealistica di razionalità degli individui (Commissione europea, 2013<sup>2</sup>), e

---

<sup>1</sup> «*The use of behavioural economics in the design and delivery of regulation is at the forefront of regulatory policy and governance*» (OECD, 2014).

<sup>2</sup> «*Policy-making can greatly benefit from a better understanding of people's behavior. The assumption has been that people are fully rational. However, this assumption has been shown to be unrealistic, and perhaps explains the limited effectiveness of some policies*» (Commissione Europea, 2013).

adottata come strumento di *better regulation* da numerose giurisdizioni (tra queste, US e UK)<sup>3</sup>.

L'approccio *evidence-based*, promosso dalle scienze comportamentali, risponde all'esigenza, che l'esperienza di vigilanza maturata negli ultimi anni ha fatto emergere in modo significativo, di ancorare gli interventi di regolamentazione all'analisi delle dinamiche in atto nel contesto di riferimento, delle reazioni di soggetti vigilati e risparmiatori e dell'impatto che tali reazioni hanno sulla possibilità per l'Autorità di perseguire i propri fini istituzionali.

Le istituzioni funzionano quando producono decisioni non solo ineccepibili nella forma ma calate correttamente nel contesto in cui operano.

L'utilizzo di dati empirici, attraverso *survey* di questo tipo, diventa quindi un imprescindibile strumento per la definizione delle policy regolamentari di Consob e per delineare il contesto di riferimento in cui la Commissione è chiamata a esercitare i poteri che le sono riservati dalla legge.

## **I contenuti del Rapporto**

Il Rapporto:

- tratteggia la situazione economica delle famiglie italiane, comparandola a quella delle famiglie europee
- rileva la conoscenza delle nozioni finanziarie di base e di alcuni concetti più avanzati, nonché la familiarità con taluni fenomeni congiunturali (come i tassi di rendimento negativi registrati da alcuni titoli di Stato) e con i principali prodotti finanziari diffusi sul mercato
- individua i modelli decisionali e le abitudini più diffuse in tema di controllo delle spese, risparmio e investimento
- mette in relazione i dati sulle conoscenze con i comportamenti dichiarati dagli intervistati;
- raccoglie dati sulle variabili che possono incidere sulla domanda di consulenza finanziaria (anche indipendente);
- contiene un focus su fenomeni emergenti, quali il *crowdfunding* e la *robo-advice*.

\* \* \*

---

<sup>3</sup> Il Regno Unito dal 2010 ha istituito un *Behavioral Insight Team*; negli Stati Uniti, il presidente Obama ha fondato il *Social and Behavioral Sciences Team*.

Prima di cedere la parola ai nostri ospiti, vorrei condividere alcune riflessioni introduttive relative ai temi affrontati nel Rapporto.

La protezione degli investitori dai rischi insiti nelle operazioni di investimento rappresenta l'imperativo che ispira la disciplina europea e internazionale di settore.

Non c'è alcun mercato dei capitali, e più in generale finanziario, senza un'**adeguata, proporzionale** tutela degli investitori che consenta loro di **avere fiducia di investire consapevolmente, direttamente e indirettamente** in strumenti finanziari adeguatamente compresi e differenziati.

Occorre però rivolgersi al risparmiatore non solo come un consumatore vulnerabile ma come un **investitore alfabetizzato, coinvolto e consapevole** (*educated, engaged and empowered*).

L'esigenza di colmare il *need of protection* dell'investitore (inteso nell'accezione appena descritta), stimolando al contempo l'appetito al rischio e la diversificazione dei pattern di investimento dell'investitore<sup>4</sup> impone a mio avviso un **cambio di prospettiva** e un **ripensamento degli strumenti di tutela a disposizione del legislatore e dei regolatori**.

### *Cambio di prospettiva*

Parlando di prospettiva, vorrei sottolineare che non può esserci tutela degli investitori senza un mercato dei capitali **efficiente, funzionante e articolato** che consenta alle imprese di raccogliere capitale proprio e di debito, complementare a quello bancario, per svilupparsi, e mantenere o creare occupazione e crescita economica.

**È fondamentale che il nostro sistema evolva verso una configurazione in cui i mercati svolgano un ruolo più ampio e possano quindi attrarre la domanda di investimento.**

I risultati di una ricerca Consob del 2014 confermano che i sistemi finanziari più aperti, competitivi e orientati al mercato generano un'allocazione delle risorse più efficiente e accelerano il progresso tecnologico del paese, con un impatto positivo sulla crescita economica di lungo periodo.<sup>5</sup>

Lo scenario domestico non è incoraggiante.

---

<sup>4</sup> La disciplina dei servizi finanziari destinati all'investitore *retail* è caratterizzata da un paradosso di fondo che chiama il legislatore a trovare una soluzione di equilibrio tra il contenimento dei rischi (in chiave protettiva) e la loro *retention* (funzionale non solo al ritorno economico individuale ma all'innovazione finanziaria e da ultimo alla crescita delle economie). Kingsford Smith, Moloney in *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, 2016.

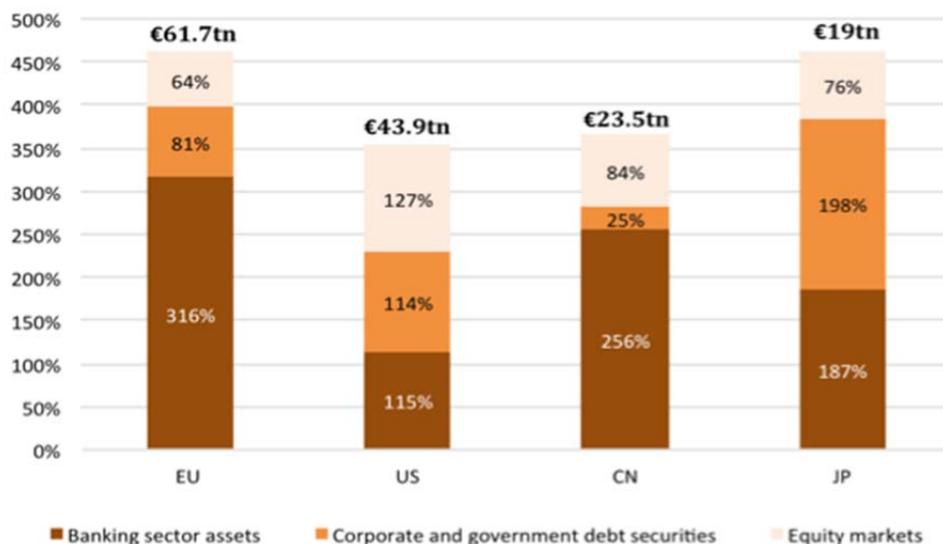
<sup>5</sup> L. Giordano, C. Guagliano (2014), *Financial architecture and the source of growth International evidence on technological change*, CONSOB, Quaderno di Finanza 78.

Come verrà approfonditamente illustrato dalle colleghe che hanno curato il Rapporto, nonostante la partecipazione delle famiglie ai mercati finanziari sia gradualmente tornata su valori prossimi al livello pre-crisi (50% del totale delle famiglie a fine 2015, a fronte del 55% nel 2007), gli investitori italiani continuano a prediligere prodotti liquidi (circolante e depositi), non sono pienamente consapevoli dei benefici derivanti dalla diversificazione degli investimenti e riducono il peso di azioni e obbligazioni nel proprio portafoglio. Tali esiti sono coerenti con l'attenzione diffusa verso la protezione del capitale e con il recente diffondersi di notizie in merito a casi di "risparmio tradito".

Anche a livello europeo, è noto che il sistema finanziario appare fortemente sbilanciato verso i canali di credito bancari tradizionali, mentre i mercati hanno un ruolo alquanto limitato.

I numeri che emergono da un recente rapporto sullo stato dei mercati finanziari europei ne mostrano l'inequivocabile sottosviluppo e la scarsa efficienza (si veda il capitolo 3 del rapporto CEPS: *Europe's untapped capital market: rethinking integration after the great financial crisis*). Gli asset del settore bancario sono oltre tre volte il Pil europeo, con un'incidenza maggiore rispetto anche al peso che il sistema ha in Cina.

*Simplified structure of the financial sector in the EU (% GDP, average 2010-14)*



*Note:* For debt securities, we use outstanding amounts and exclude financial institution debt securities (which are implicitly included in the banking sector assets statistics). For equity, we use domestic market capitalisation. For US bank assets data, we include gross notional value of derivative positions and credit union assets.

*Data sources:* IMF (GDP), BIS, ECB, US Fed, BoJ, PBoC, WFE, FESE, individual stock exchanges. Eurostat for exchange rates

Fonte: Rapporto CEPS

In questo senso l'iniziativa della Commissione Europea volta alla creazione di una Capital Market Union si muove nella giusta direzione.

Come ci dirà più ampiamente Ugo Bassi nel suo intervento, la Capital Market Union, attraverso la rimozione delle barriere legali ed economiche oggi presenti, si propone di costruire un'infrastruttura capace di collocare più risparmio privato in forme d'investimento, non necessariamente bancario, attraverso strumenti/canali *market-led* che consentono quindi l'accesso diretto da parte degli investitori.

Per fare qualche esempio: *private placement*, offerte al pubblico senza collocamento, *crowdfunding* dove incidentalmente osservo che, proprio in Italia, nuovi attori non intermediari – i gestori di portali – possono rivolgersi, tramite piattaforme *online* ad una massa potenziale di *unsophisticated investors* che possono accedere agli investimenti in esse proposti<sup>6</sup>.

Risolvere i paradossi applicativi che affliggono alcuni di questi strumenti che ho citato permetterà inoltre alla Capital Market Union di innescare, tramite un mercato comune dei capitali, quei meccanismi di condivisione del rischio che favoriscono la stabilità finanziaria e consentono al sistema economico europeo di svolgere un compito essenziale per la crescita, redistribuendo in maniera ottimale le risorse disponibili, grazie all'equilibrio fra banca e finanza.

### *Ripensamento degli strumenti di tutela*

L'allocazione del risparmio attraverso strumenti di mercato, complementari all'intermediazione bancaria, comporta naturalmente rischi maggiori e quindi maggiori necessità di tutela.

Vengo quindi a quanto accennavo poco fa circa la necessità di ripensare gli strumenti a disposizione del legislatore e dei regolatori per la tutela dell'investitore *retail*.

In ragione del mutato scenario macroeconomico di riferimento, appare sempre più imprescindibile (e delicato) individuare le più appropriate strategie di intervento per coniugare la tutela dei risparmiatori e la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario.

---

<sup>6</sup> I gestori sono iscritti in un apposito albo e vigilati dalla Consob e la protezione degli investitori è demandata a norme dettate *ad hoc* collocate per espresso scelta del legislatore all'esterno del perimetro di applicazione delle norme MIFID, seppure ad esse fortemente ispirate.

Tale esigenza è ancora più avvertita in un momento storico caratterizzato da una sempre maggiore finanziarizzazione della vita dell'individuo (in letteratura si parla della figura del *Financial Citizen*<sup>7</sup>) e dal declino del *welfare state* e, pertanto, da una crescente responsabilità finanziaria delle famiglie. Purtroppo i dati per l'Italia segnalano un ulteriore elemento di preoccupazione: il tasso di risparmio resta molto al di sotto dei valori di lungo periodo, segnando un divario crescente rispetto alla media europea (rispettivamente, circa il 10% e il 13% a fine 2015).

Com'è noto, il diritto dei mercati finanziari, a partire dal Securities Exchange Act del 1933, ha tradizionalmente risposto ai fallimenti di mercato che affliggono il risparmiatore secondo un modello orientato alla *disclosure* (anche per la maggiore praticabilità di tale strumento da un punto di vista politico<sup>8</sup>).

Non si dubita del ruolo fondamentale delle informazioni nel processo di efficiente formazione dei prezzi, ma il paradigma della *disclosure* è stato, tuttavia, fortemente messo in discussione dagli esiti disastrosi della crisi finanziaria globale e dalle recenti vicende che hanno interessato gli intermediari finanziari europei e nazionali.

Le evidenze empiriche e gli studi di finanza comportamentale hanno inoltre ampiamente dimostrato che gli investitori soffrono di errori cognitivi nelle scelte di investimento, esibendo severe difficoltà nel decodificare e comparare le informazioni fornite. Ciò concerne tanto le informazioni sul prodotto (Es. costi, rischi, performance passate) quanto le informazioni sul servizio (Es. struttura commissionaria, conflitti di interesse). Come emerge dal Rapporto, il risparmiatore è disposto a investire in pochi titoli anche perché subisce il cosiddetto *information overload*, non è cioè in grado di elaborare le troppe informazioni a disposizione.

Inoltre la complessità e il numero sempre crescente di pagine dei prospetti<sup>9</sup> sembra imputarsi più alla volontà di fare fronte ad eventuali azioni di responsabilità, che non allo spirito di innalzare la trasparenza a favore dei presunti fruitori di queste informazioni<sup>10</sup>.

---

<sup>7</sup> Smith, Dixon, *The consumer interest and the financial market*, 2016.

<sup>8</sup> Enriques – Gilotta, *Disclosure and Financial Market Regulation*, Working Paper, 2014.

<sup>9</sup> Senza voler citare gli ultimi due esemplari veneti.

<sup>10</sup> Chiara Mosca, *Collocamento e Offerta al pubblico. Riflessioni su una relazione non strettamente necessaria*, forthcoming.

## FONTI EUROPEE

Già nel 2007 la Commissione Europea nel suo *Green Paper on Retail Financial Services* aveva dato conto di un crescente scetticismo nei confronti del regime di *disclosure*, evidenziando il rischio che le informazioni sui prodotti finanziari fossero troppo complesse, inadeguate e difficili da processare.

La stessa Commissione Europea è recentemente tornata sul punto in tema di prospetto<sup>11</sup>, osservando che la finalità del documento è sì quella di aiutare gli investitori «*to make informed decisions about whether to invest or not*», ma rilevando al contempo che il prospetto, «*for investors, (...) can be complex and excessively detailed, and the information which is critical for investment is hard to discern*».

In tal senso anche il “considerando” 15 del Regolamento PRIIPS (n. 1286/2014) rileva che “*agli investitori al dettaglio dovrebbero essere fornite le informazioni necessarie per prendere una decisione informata sull'investimento e per confrontare i diversi PRIIP, ma, a meno che le informazioni non siano brevi e concise, vi è il rischio che non le utilizzino. È pertanto opportuno che nel documento contenente le informazioni chiave figurino solo informazioni fondamentali, in particolare per quanto riguarda la natura e le caratteristiche del prodotto, compresi la menzione dell'eventuale possibilità di perdere capitale, i costi e il profilo di rischio del prodotto, le pertinenti informazioni sul rendimento e talune altre informazioni specifiche che possono essere necessarie per comprendere le caratteristiche di tipi specifici di prodotto.*”.

Occorre quindi riflettere **sull'attualità** di questo strumento e **su come articolarlo al meglio** in funzione dei prodotti finanziari oggetto di informativa e degli obiettivi di tutela.

In questo senso le evoluzioni degli ultimi anni hanno portato ad un apprezzato affinamento degli obblighi di *disclosure*, nella direzione della comprensibilità e comparabilità delle informazioni: penso soprattutto al *Key Investor Information Document* (KIID), esempio di *short-form disclosure* altamente standardizzata, introdotto nel 2009 per i fondi UCITS ma soprattutto al Regolamento PRIIPs del 2014, che ha introdotto il KID (*Key Information Document*), documento di tre pagine contenente appunto le informazioni chiave sul prodotto.

(Temi su cui Guillaume Prache avrà modo di offrirci il suo angolo visuale.)

---

<sup>11</sup> Action Plan on Building a Capital Market Union (2015).

## No KIDding!

I PRIIPS sono prodotti strutturati, ossia prodotti finanziari nei quali “l’importo dovuto all’investitore al dettaglio è soggetto a fluttuazioni a causa dell’esposizione ai valori di riferimento o al rendimento di uno o più attivi che non siano direttamente acquistati dall’investitore al dettaglio”: art. 4(1) Reg. PRIIPs. Il venditore del PRIIP, o il consulente che presti consulenza su un PRIIP, devono consegnare al cliente al dettaglio un documento contenente le informazioni chiave (KID) sul prodotto. Attenzione che il Reg. PRIIPs ha carattere trasversale: esso si applica cumulativamente ad altre discipline eventualmente applicabili in ragione dello specifico prodotto finanziario trattato. Pertanto, il KID accompagna il prospetto nel caso di strumenti finanziari comunitari strutturati.

Le medesime regole si applicano anche ai prodotti di investimento assicurativi (quali le polizze *unit linked* e *index lined*). La definizione di PRIIP è sufficientemente ampia da includere i fondi alternativi (AIF: arg. ex art. 32(2) Reg. PRIIPs) e i fondi UCITS: poiché per questi ultimi esiste già il documento KIID, la disciplina prevede una specifica esenzione dall’obbligo di redigere il KID. L’esenzione è destinata a spirare il 31 dicembre 2019: in assenza di altri interventi normativi KIID e KID troveranno, dopo tale data, applicazione congiunta, ma è verosimile che si provveda a definire, per allora, un regime uniforme (ad esempio tramite l’eliminazione del KIID o la previsione di equivalenza dei due documenti).

Oggi KID e KIID hanno una struttura simile ma divergono sotto diversi profili. Es: metodologia utilizzata per la computazione degli indicatori di rischio (il KID comprende anche il rischio di credito, di liquidità, di valuta se applicabile), presentazione degli scenari di performance, i diversi elementi di costo.

Il regolamento PRIIPs entrerà in vigore il 31 dicembre 2016.

Nel risolvere il disallineamento tra la limitata capacità degli investitori a processare le informazioni e la necessità di promuovere un efficace *engagement* degli stessi nel mercato, ritengo quindi ci si debba orientare verso un impianto concettuale e di *policy* più robusto e articolato, che affianchi e completi il modello centrato sulla *disclosure*<sup>12</sup>.

Vedo almeno due aree di intervento, tra loro fortemente connesse: i) intensificare gli sforzi per garantire la *fairness* delle condotte e ii) investire in educazione finanziaria.

---

<sup>12</sup> Come sosteneva Minervini, la trasparenza «non basta, da sola, a scongiurare il pericolo della “sopraffazione” del cliente-contraente debole, se nell’ordinamento non vi sono condizioni tali da garantire a questi un adeguato livello di tutela». Minervini, *La trasparenza delle condizioni contrattuali (contratti bancari e contratti con i consumatori)*, Riv Soc 1997.

i. *Fairness* delle condotte

Quanto alla prima, l'effettiva protezione dell'investitore ha maggiori probabilità di dispiegarsi con successo intervenendo sul piano del modello di relazione tra intermediari e clienti e sul ruolo dei primi nell'indirizzare le scelte di investimento dei secondi. Scelte che come il Rapporto bene evidenzia sono affette da *bias* comportamentali, percezioni distorte, errori di valutazione.

Ci stiamo orientando (MIFID2-MiFIR) verso un modello in cui la conformità alle regole di condotta viene richiesta in tutte le fasi della prestazione dei servizi di investimento: dall'ingegnerizzazione del prodotto, che non può prescindere dalle caratteristiche e dalle esigenze della clientela di destinazione (*product governance*<sup>13</sup>), ai processi distributivi (*point of sale*), dove le esigenze di protezione rimangono più sentite in ragione della natura essenzialmente fiduciaria del rapporto tra cliente e intermediario e il rischio di storture nella rapporto *principal-agent* è più elevato (disallineamento di incentivi/conflitti di interessi che conducono a *mis-selling*, frodi, raccomandazioni di investimento inadeguate)<sup>14</sup>.

Relativamente a tale ultimo profilo, l'attività di consulenza, svolta da professionisti adeguatamente formati e con esperienza, ha un ruolo fondamentale nella tutela dell'investitore in quanto astrattamente idonea a colmare il basso livello di conoscenze finanziarie ed evitare scelte di investimento lontane dal modello di agente economico razionale.

Secondo i dati Consob-GfK Eurisko, il risparmiatore italiano decide di investire se ha la possibilità di acquistare prodotti con capitale e/o rendimento minimo garantito e nel momento in cui sente di potersi fidare degli intermediari.

La fiducia risulta cruciale anche nella domanda di consulenza finanziaria. Solo il 28% delle famiglie riferisce di avvalersi di consulenza MiFID (ossia di raccomandazioni personalizzate e riferite a uno specifico strumento finanziario) e, tra le motivazioni che scoraggiano il ricorso all'esperto la mancanza di fiducia negli intermediari è indicata dal 22% degli intervistati che non fanno ricorso al servizio. Peraltro, quasi la metà dei non investitori non risulta in grado di indicare alcun elemento che possa accrescere la fiducia nel professionista.

---

<sup>13</sup> Benché sconti un'impostazione paternalistico-interventista del legislatore, la *product governance* mira a rafforzare le misure organizzative dell'intermediario destinate a riflettersi nel dispiegarsi del modello ideale di relazione con i clienti. De Mari, *Product Governance e product intervention nella MIFID 2. Dalle regole di comportamento al controllo sui prodotti finanziari*, Riv. Dir. Impr, 2016.

<sup>14</sup> L'investitore *retail* non identifica nell'intermediario un provider di informazioni ricercando piuttosto un interlocutore di cui potersi fidare per una decisione di investimento che non è in grado di gestire da solo. Perrone, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, Riv. Soc., 2015.

Volendo riassumere: i risparmiatori non sanno di chi possano fidarsi e non percepiscono i vantaggi connessi al servizio di consulenza rispetto a modelli decisionali differenti (come il cosiddetto *informal advice*).

Tre ulteriori evidenze chiudono il quadro: la propensione a remunerare il consulente rimane ancora contenuta, la maggioranza degli intervistati dichiara di non avere un'opinione sul proprio consulente (in media 60%; il dato scende a 45% per i fruitori di consulenza MiFID) mentre, tra gli elementi di valutazione (indicati da coloro che sono in grado di esprimersi al riguardo) emergono soprattutto l'apprezzamento per la capacità di comprendere bisogni e obiettivi del cliente e gli aspetti emotivi ed empatici della relazione (come la disponibilità e l'attenzione verso il cliente): questi ultimi, in particolare, sembrano rilevare più dell'assenza di conflitti di interessi!

Affinché gli investitori richiedano il servizio di consulenza, pertanto, non sarà sufficiente che l'esperto abilitato posseda una certificazione di competenza (le *credentials* a cui fanno riferimento le *Draft guidelines for the assessment of knowledge and competence* dell'ESMA). Sarà piuttosto necessario alimentare la percezione di un servizio affidabile (oltre che di elevata qualità), valorizzando anche il contenuto relazionale del contratto di consulenza, ossia tutti quegli aspetti emotivi e istintivi che incoraggiano l'affidamento a uno specialista piuttosto che a un parente o a un amico.

I recenti interventi normativi in tema di consulenti finanziari (vedi ad esempio l'OCF) segnano un passo importante nel dare coerenza sistematica alla consulenza finanziaria, dove al centro non vi è più necessariamente il contratto tra intermediario e cliente ma i comportamenti messi in atto dai consulenti (inclusi finalmente anche i consulenti "fee only") al servizio degli investitori<sup>15</sup>.

Sempre che, naturalmente, i consulenti-persone fisiche non vengano tra qualche anno sostituiti da algoritmi (*robo-advisory*)!

## ii. *Educazione finanziaria*

Per quanto concerne l'educazione finanziaria, il dato da cui partire è una *wake-up call*.

L'investitore italiano esibisce ancora notevoli lacune nell'alfabetizzazione finanziaria.

Il Rapporto 2016, infatti, conferma il basso livello di conoscenze finanziarie delle famiglie italiane. Solo poco più del 40% degli intervistati è in grado di definire correttamente alcune nozioni di base, quali inflazione e rapporto fra rischio e

---

<sup>15</sup> Carla Rabitti Bedogni in intervista a Specchio Economico.

rendimento; concetti più sofisticati riguardanti le caratteristiche dei prodotti più diffusi registrano percentuali anche inferiori.

I dati raccolti risultano inoltre coerenti con i risultati del recente studio Consob dedicato all'analisi delle determinanti della domanda di consulenza, secondo il quale sono le persone con cultura finanziaria più elevata a essere più propense ad avvalersi del servizio di consulenza (Quaderno di Finanza, 83, marzo 2016).

Tale evidenza implica che la consulenza finanziaria è complementare alle competenze finanziarie e non può quindi essere considerata come uno strumento attraverso il quale sopperire alle carenze nella cultura finanziaria degli italiani.

Elevare il livello di competenze finanziarie del risparmiatore significa non solo mettere a sua disposizione gli strumenti minimi per essere consapevole dei livelli di rischio che è in grado di sopportare e delle responsabilità che si assume quando investe in un prodotto finanziario ma anche educarlo a decidere.

La “Strategia nazionale di educazione finanziaria” – che nascerà dalla collaborazione tra Banca d'Italia, Consob, Ivass, Covip, Fondazione per l'Educazione Finanziaria e al Risparmio e Museo del Risparmio – contribuirà a rendere consapevoli i risparmiatori delle proprie scelte finanziarie<sup>16</sup>. Inoltre, il progressivo affinamento delle rilevazioni permetterà di cogliere i bisogni di specifiche categorie, identificabili anche in base a variabili socio-demografiche (quali: età, stato lavorativo, livello di istruzione, residenza, reddito, ricchezza, etc.), al fine di una corretta individuazione dei destinatari delle iniziative di educazione finanziaria, dei relativi contenuti, degli strumenti operativi e dei canali di divulgazione, a beneficio dell'efficienza e dell'efficacia di quanto posto in essere.

Anticipando tale iniziativa coordinata, Consob ha avviato un piano di *investor education* che si caratterizza per l'individuazione delle diverse tipologie di destinatari (investitori *retail*, formatori e studenti) e per l'utilizzo di due strumenti principali di divulgazione: il nuovo portale *internet* di educazione finanziaria e la formazione tramite lezioni alle associazioni dei consumatori. Queste ultime, grazie alle loro strutture operative capillari sul territorio nazionale, costituiscono un collaboratore essenziale e un canale di trasmissione privilegiato tra Consob e gli investitori.

---

<sup>16</sup> È di qualche giorno fa la notizia che è in corso di approvazione la proposta di legge dal titolo: “Disposizioni concernenti la comunicazione e la diffusione delle competenze di base necessarie per la gestione del risparmio privato” a firma dell'on. Maurizio Bernardo, presidente della Commissione Finanze della Camera e che accorpa varie proposte sulla materia redatte da diverse forze politiche.

In chiusura.

L'efficiente allocazione delle risorse e l'efficiente intermediazione finanziaria sono condizioni essenziali affinché i mercati finanziari possano aggiungere valore ai loro fruitori e al benessere dell'economia in senso ampio.

Tutelare l'investitore *retail* comprendendone i comportamenti e le attitudini all'investimento, come è stato fatto con il Report che verrà illustrato oggi, rimane una priorità dei regolatori e delle istituzioni nazionali ed europee.

La risposta regolatoria, nel coniugare diversi strumenti di intervento, dovrà al pari stimolare l'*engagement* degli investitori e favorirne il coinvolgimento, diretto e indiretto, in mercati efficienti e diversificati, cogliendo al contempo le ricadute che la digitalizzazione avrà sull'industria dei servizi finanziari nei prossimi anni.

## **Report on financial investment of Italian Household (2016 Edition)**

### Abstract

*Carminé Di Noia*

Today we will discuss the second edition of Consob's Report on financial investment of Italian Household.

The Report gathers insightful evidences about financial knowledge and investment habits of Italian investor, covering the most relevant issues in the policy agenda of financial regulator concerning investor protection.

On these topics we truly welcome and appreciate the input of the Institutions (today represented by Ugo Bassi from European Commission, Madga Bianco from Bank of Italy and prof. Carla Rabitti Bedogni, Chief of Supervisory Body of Financial Advisors) the academy (today represented by prof. Di Giorgio), the industry (today we have Laura Piatti from Intesa San Paolo) and representative of retail investors (I'm referring to Guillame Prache from Better Finance).

The 2016 Report is part of a more comprehensive research program carried out by Consob in this field, among the others, through the tools of behavioral finance. We believe, as pointed out by several other international institutions, that the use of behavioral economics is at the forefront of regulatory policy and governance and it could be a very helpful and valuable tool in the design and delivery of regulation, because it's grounded on the analysis of the real people's behavior instead of moving from the unrealistic perspective of the rational economic agent.

Institutions work efficiently when their outputs are not only formally exemplary but fit the context in which the institutions operate and the purpose of their intervention.

The evidence-based approach, promoted and supported by behavioral science, could contribute to close the gap between the policy making process and the real dynamics of the market, helping the regulator, in pursuing its institutional goals, to have a better grip on the impact of its intervention on the stakeholders.

\* \* \*

We all know that the protection of the retail investors has always been one of the main concerns of international and European (at least since 2004 with MIFID) regulation.

There's no financial market without a proper and proportional protection of investors that trustfully invest, either directly or by the mean of an intermediary, in financial products, duly understood.

The retail investor targeted by intervention has long been an elusive character. The regulation of the retail market has always struggled in resolving the paradox between protecting the investor from risk and retaining the risk, as an essential component of financial investment and, above all, of economic growth.

Striking the right balance between the two means that the retail investor should not solely be conceived as vulnerable consumer, but as an educated, empowered and engaged person who is directly involved in the market and display an attitude toward risks.

The match between the protection and the empowering objective of financial regulation could be achieved through i) a change of perspective and ii) a reconsideration of regulator' tools.

### **Change of perspective**

There is no investor protection without an efficient, diversified and properly working capital market. A capital market that allow companies to directly raise capital among investors, pursuing an efficient allocation of resources from providers of capital to the users of capital and mitigating the well-known European overreliance on banking funding.

It's crucial that we head towards an ecosystem where markets could play a leading role, spurring a real competition between funding channel (banks, alternative funding sources) and so improving access to finance and ultimately creating greater choice for end investors, to the benefit or real economy.

According to a recent Consob research paper<sup>17</sup>, financial systems more market-oriented, whit higher presence of foreign banks, more competitive (less concentrated and with lower bank spreads), with higher companies' propensity to go public and less volatile stock market, are those economies which experience a higher

---

<sup>17</sup> L. Giordano, C. Guagliano (2014), *Financial architecture and the source of growth International evidence on technological change*, CONSOB, Quaderno di Finanza 78.

technological progress, with a positive impact on the economic growth of a country on the long term.

Unfortunately, the domestic scenario is not encouraging.

Despite the Italian household participation in financial markets recovered from the financial crisis heading towards 50% of households at the end of 2015, almost back to its 2007 level (55%), Italian investors still tend to prefer liquid products (i.e. cash and deposits), at the expense of direct holdings in shares and debt instruments and they're not fully aware of the benefits of diversification.

Even at the European level, the financial system heavily relies on traditional bank intermediation. In the aftermath of the crisis, Europe's capital markets emerged even more clearly as underdeveloped compared to the sophistication and maturity of the European economy.

According to a recent CEPS research, bank assets are roughly three times the size of the nominal Gross Domestic Product (GDP), which is even bigger than the banking sector in China. It is even bigger than the combined size of equity, government and corporate debt securities markets.

In this context, the Capital Market Union Action Plan, promoted by the European Commission, represents an important first step in the direction we are discussing.

Through the gradual removal of economic and legal barriers to the creation of a more diversified financial ecosystem, Capital Market Union aims to increase investment opportunities for retail and institutional investors, building resilience in the financial system by diversifying available funding sources and enabling more robust forms of risk sharing.

Focusing, among others, on promoting market-led funding channel (i.e. private placement, direct offering, crowd-funding), Capital Market Union intends to create the infrastructure that allow retail investor to diversify their investment pattern, channeling their saving into diverse financial instruments not necessarily through the mediation of the banking channel.

### **Rethinking regulator' tools**

Encouraging direct access to financial markets for retail investors raise the need to guarantee that the markets are safe and resilient, efficient, fair, transparent and well-regulated.

The protective and empowering goals of retail market regulation can be achieved with different regulatory strategies.

Traditionally, market regulation addressed market failure arising from the gaping information asymmetry and the agency relationship between retail investor and professional market actors with disclosure requirements.

With the great financial crisis, disclosure has proven to be ineffective. There are evidences that show the severe difficulties which retail investor face in decoding disclosure and how behavioral dynamics can disable disclosure.

Investors struggle with disclosure that can be lengthy, complex, difficult to compare. Even where efforts are made in the attempt to deliver effective disclosure, it does not follow that decision-making will be optimal (due i.e. to behavioral biases, cognitive error etc.)

Think of our prospectus. Prospectuses are growing in size and details. As the European Commission recently pointed out *«for investors, (...) can be complex and excessively detailed, and the information which is critical for investment is hard to discern»*. It seems that prospectuses are conceived more as an instruments to mitigate litigation risk rather than a tool that increase the awareness of retail investor over certain product/companies.

Given its weakness as a direct investor protection tool, disclosure need to be adjusted. In this sense, short form disclosure documents for retail market products like KIID for UCITIS mutual funds and KID for PRIIPS, even with margins of improvement, are encouraging example of highly standardized and synthetic documents that ease comparability and processability.

Besides that, resolving the misalignment between the limited capacity of retail investors to process mandate disclosure and the imperative to promote market engagement and investor confidence require a more solid and comprehensive policy paradigm.

Regulator should enhance their intervention focusing on i) the fairness of conducts and ii) investor education.

Focusing on fairness of conducts could prevent the misalignment of incentive to which EU different distribution channel were exposed, highlighted by the mis-selling of structured product (prior to the crisis) and the mis-selling of proprietary product (to shore up balance sheets after the crisis).

We're moving toward a framework (MIFID 2 – MiFIR) that feature a more precautionary and interventionist approach where fairness of conduct sits on a spectrum that cover the entire life-cycle of a financial product: from its design (product governance) to the point of sale (distribution rules).

Concerning the point of sale moment, the need of protection remains a top priority given the acute principal-agent risks (i.e. fraud, misuse of investor funds, poor advice) due to fiduciary nature of the relationship between investor – advisor.

Data from the Report show a weak demand of professional financial advisory, a strong attitude toward informal advice and a low willingness to pay for financial advice. At the end of 2015 approximately 80% of the households participating in financial markets report to avail themselves of financial advice; however, tailored-cut recommendations (MiFID advice) only account for 28% of investors, while the remaining 50% receive either passive or generic advice (i.e. respectively, advice services provided by professionals who did not contact their client in the last 12 months and recommendations that are not tailored on the customer. Among the reasons that prevent investors from seeking for advice there's the lack of trust (22% of interviewed).

Bridging the “advice gap” requires support of independent (a quite new territory in Italy) and high-quality advice services, reforms on remuneration and commissions, new fiduciary duty (to be applied to bank-based distribution system and independent adviser), a focus on the capacity of firm system and controls to support the fair treatment of customer, a better enforcement.

At least until the algorithm will take over!

According to a recent Consob research paper, the demand of financial advice is found to be positively related to financial knowledge.

Financial advice acts as a complement rather than a substitute of financial capability, thus confirming the concerns about regulation of financial advice being not enough to protect less sophisticated investors.

That's one of the reason why regulators and institutions should focus on the (non-regulatory) tool of investor education.

Targeted public investor education programs may be beneficial to retail investors not only directly, by raising financial literacy and therefore trust and confidence in the market, but also indirectly by weakening biases that affect individual propensity to seek for advice.

Italian households' financial knowledge keeps being alarmingly low, as revealed by the small proportion of individuals able to show correct understanding of some basic and advanced concepts. Data also reveal poor understanding of the investment decision-making process.

Consob is actively working in this field. Together with Italian institution, Consob is defining a national strategy on investor education ranging from students to a more diversified clusters of investors, picked having regard to different socio-demographic proxies and needs. Besides, Consob has launched an investor education portal and promoted training session among consumer's association.