

Prof. Avv. Carla Rabitti Bedogni - Presidente Organismo di Vigilanza e tenuta dell'Albo dei Consulenti Finanziari – OCF

Convegno di presentazione del secondo “**RAPPORTO CONSOB SULLE SCELTE DI INVESTIMENTO DELLE FAMIGLIE ITALIANE**”

CONSOB, via G.B. Martini, 3

Roma, 13 settembre 2016

La *consulenza finanziaria*: ieri e oggi. Investimenti e nuove conoscenze finanziarie

Sommario

Sommario	1
1. Introduzione.....	2
2. Le scelte di investimento degli italiani	2
2a. Le scelte di portafoglio delle famiglie italiane	2
2b. Conoscenze finanziarie, consulenza finanziaria: rinvio	5
3. Le conoscenze finanziarie delle famiglie.	5
4. Abitudini di investimento e il ruolo della consulenza finanziaria	6
5. Crowdfunding e Robo-advice.	11

1. Introduzione

Desidero innanzitutto ringraziare la Consob, in particolare il Presidente Vegas, il Commissario Di Noia e la dottoressa Linciano, per l'invito che mi è stato rivolto e per la possibilità di spendere qualche parola sui temi affrontati dal "Report" che riguardano trasversalmente tematiche di interesse quotidiano per l'attività istituzionale che attualmente svolgo.

Il Report in oggetto rappresenta un ulteriore e prezioso tassello di una intensa attività di analisi e studio che la Consob porta ormai costantemente avanti da tempo e i cui risultati devono essere un imprescindibile supporto per l'attività, non solo delle Autorità e degli Organismi preposti alla vigilanza sul settore finanziario, ma anche del legislatore, nazionale ed europeo, nella definizione delle proprie scelte di "policy" normativa.

2. Le scelte di investimento degli italiani

Molti dei problemi evidenziati nel Rapporto del 2016 emergono, invero, anche da precedenti studi e lavori della Consob e della Banca d'Italia, ma il loro ripetersi nel tempo ha origini non sempre omogenee derivanti da mutevoli contesti di mercato e da spinte esogene non riconducibili ad un unico filone interpretativo. Ne discende una difficoltà intrinseca nell'individuare le cause delle deviazioni rispetto alle scelte ottimali che sarebbero auspicabili in un mercato sano ed efficiente

2a. Le scelte di portafoglio delle famiglie italiane

Alcune di queste problematiche – mi riferisco in particolare a quelle attinenti agli impieghi del risparmio delle famiglie nel settore del mercato finanziario – risentono, seppur ciclicamente, di importanti "eventi" che hanno caratterizzato in negativo il mondo della finanza sotto forma di "shock", minando la fiducia dei

risparmiatori. E' noto come le numerose crisi finanziarie che negli ultimi anni si sono susseguite hanno mutato il rapporto tra risparmiatore e mercato finanziario, incidendo in particolare sul rapporto di fiducia tra intermediario e investitore che si era, seppur con difficoltà, costruito nel corso del tempo.

Il rapporto di fiducia tra risparmiatore (nelle forme, inizialmente, del mero *depositante* o, nella storia più recente – almeno per il nostro Paese dove la Borsa è una istituzione relativamente moderna –, dell'*investitore*) e intermediario del mercato finanziario è stato sempre complesso. Si sono verificate fasi alterne di maggiore o minore fiducia a seconda dei vari eventi che hanno segnato la storia economica e delle successive soluzioni che lo Stato ha, in risposta a tali crisi, definito. Il tema è naturalmente troppo ampio e al contempo noto per essere affrontato in tale sede e vi farò solo un breve cenno.

Si pensi, per non spingerci troppo oltre nel tempo, ai vari scandali finanziari di fine Ottocento che hanno visto protagonisti numerosi istituti di credito (note sono le vicende che hanno riguardato le banche di emissione, e in particolare la Banca Romana) o alle diverse congiunture economiche che si sono susseguite nel corso del tempo, *in primis* quella degli anni Trenta. A fronte di tali eventi, gli Stati hanno cercato di reagire – al fine di creare un “sistema” più sicuro e accrescere la fiducia dei risparmiatori – mediante una pluralità di interventi (mai passati di moda), come: i) l'introduzione di nuovi complessi di regole imperative (si veda la riforma attuata negli Stati Uniti dopo la crisi degli anni Trenta con il *Securities Act* del 1933 e *Securities Exchange Act* del 1934, che introdussero, a titolo esemplificativo, l'obbligo di redazione di un prospetto informativo a carico delle società che emettevano titoli¹); ii) l'intervento diretto dello Stato nell'economia (è il caso dell'IMI e dell'IRI); iii) la creazione di Istituti di vigilanza (Banca d'Italia e, successivamente, Consob). Ma la storia si ripete e, nonostante gli sforzi del

¹ Onado, Mercati e Intermediari finanziari, Bologna, 2000, p. 60.

legislatore e dei regolatori, le crisi e gli scandali finanziari non sono solo un brutto ricordo (ad es. Northern Rock nel 2007²). Ogni nuovo scandalo finanziario rischia, peraltro, di vanificare nuovamente la rinnovata fiducia nel sistema e produce, ogni volta, una corsa frenetica ad una regolamentazione integrativa, supplementare che spesso si dimostra, addirittura eccessiva o superflua (noto è il problema dell'eccesso di informazioni cui accennerò più avanti).

Ritornando al tema dei più recenti trend nelle scelte di portafoglio delle famiglie italiane, dagli anni Novanta (periodo della new economy) ad oggi, dopo una iniziale crescita del rapporto fra attività finanziarie e reddito disponibile, si è progressivamente assistito ad una sensibile riduzione del tasso di partecipazione al mercato finanziario. Sotto questo profilo molto è dovuto ai *default* di importanti società quotate (mi riferisco a casi come Cirio, Parmalat) che per il loro stesso nome commerciale e per la storia industriale italiana ispiravano di per sé fiducia. Gli investitori hanno quindi preferito a titoli rischiosi (titoli di partecipazione al capitale di rischio o equivalenti) depositi e titoli di Stato che, seppur a basso rendimento, offrivano una relativa “tranquillità” nell’investimento dei risparmi. Anche il rapporto della Consob del 2016 conferma che, in ragione di una maggiore percezione del rischio e di un minore interesse per gli investimenti finanziari, le famiglie continuano ad orientare le preferenze verso prodotti liquidi (circolante, depositi, prodotti assicurativi e fondi pensione) a fronte di una contrazione del peso delle azioni e delle obbligazioni. Tale trend – è immaginabile – potrà essere peraltro confermato anche nell’immediato futuro, alla luce degli ultimi scandali finanziari che hanno coinvolto i possessori di titoli obbligazionari che come tali venivano percepiti poco rischiosi. Anche in tale incerto contesto, tuttavia, dal

² “Soltanto nei primi quattro mesi del 2009, secondo un calcolo riportato dal Wall Street Journal, negli Stati Uniti sono fallite 31 banche. Altri 25 istituti di credito a stelle e strisce sono finiti in bancarotta nel corso del 2008 e il protrarsi delle tensioni finanziarie nel mondo bancario statunitense è per molti la vera misura dell’attuale crisi in corso”: Borsa Italiana, fallimenti bancari. La crisi della Northern Rock e i fallimenti bancari, 2009.

Rapporto Consob emerge un dato positivo³, vale a dire un importante recupero nell'investimento in fondi pensione, che è pur sempre sintomo di una rinnovata fiducia nelle forme di investimento “intermediate” e “diversificate”.

2b. Conoscenze finanziarie, consulenza finanziaria: rinvio

Altre problematiche evidenziate nel Rapporto rappresentano invece elementi purtroppo strutturali che connotano, patologicamente, il rapporto tra risparmiatori e mercato finanziario: faccio riferimento alla scarsa conoscenza finanziaria e alle errate abitudini di investimento. Ed è proprio su tali tematiche che mi preme svolgere qualche ulteriore considerazione.

3. Le conoscenze finanziarie delle famiglie

Il Rapporto del 2016 conferma un basso livello di conoscenze finanziarie delle famiglie italiane (ad esempio poco più del 40% del campione è in grado di definire concetti di base ed elementi solo un po' più approfonditi sono correttamente conosciuti da percentuali poco superiori al 10%).

Correttamente il Rapporto rileva che la ridotta alfabetizzazione finanziaria incide sensibilmente sulla comprensione dell'andamento dei mercati e di nuovi fenomeni congiunturali. Tale aspetto risulta amplificato anche a livello micro, dove la percezione di rischiosità del singolo prodotto di investimento è ancora più complessa.

Si tratta di un elemento decisamente “critico” che deve essere migliorato in modo improcrastinabile, visto che le scelte di investimento, oltre a contribuire ad una efficiente allocazione delle risorse, coinvolgono in modo diretto e indiretto, il futuro delle famiglie e la fiducia delle stesse nel sistema finanziario. Il percorso invero deve partire da lontano. E' indispensabile prevedere una educazione del

³ Report 2016, p. 3.

cittadino ai concetti base del diritto, dell'economia e in particolare della finanza già in età scolare. La conoscenza di tali nozioni è un tassello fondamentale della cultura civica di ognuno.

Solo così il risparmiatore potrà possedere 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.

4. Abitudini di investimento e il ruolo della consulenza finanziaria

Come spesso avviene anche in settori diversi da quelli della finanza, l'assenza di conoscenza, per un verso, non è correttamente percepita dai diretti interessati (che anzi suppongono di avere le competenze idonee ad assumere decisioni efficienti: è il noto problema, segnalato più volte dalla Consob e confermato dal Rapporto 2016, dell'*overconfidence*); per l'altro, gli stessi assumono le decisioni senza avvertire la necessità del supporto di un esperto qualificato (al contrario, la richiesta di consulenza qualificata risulta diffusa soprattutto tra gli investitori più esperti o, più in generale, tra i soggetti con un livello di istruzione più elevata che sono più consapevoli della complessità dei prodotti finanziari).

Dal Rapporto del 2016 emerge un dato molto interessante. Nei soggetti con un non elevato grado di educazione finanziaria la richiesta di consulenza non è assente, ma è piuttosto direzionata in modo errato. Diffusa è l'abitudine di seguire i suggerimenti di familiari e colleghi (c.d. "*informal advice*"). Tra le famiglie attive sul mercato finanziario e che fanno ricorso alla consulenza solo una bassa percentuale (28%) si serve invece della consulenza MiFID, vale a dire di raccomandazioni personalizzate e riferite ad uno specifico strumento finanziario prestate da un soggetto autorizzato. Tra le cause che concorrono a determinare tale fenomeno, come confermato dal Rapporto, assume un ruolo decisivo la scarsa fiducia negli intermediari.

E' necessario, dunque, adoperarsi affinché tale fiducia sia recuperata e i risparmiatori tutti siano consapevoli dell'importanza del ruolo dei consulenti finanziari che rappresentano un anello di congiunzione essenziale tra gli investitori e il mercato.

Al riguardo, interessante è il passaggio del Rapporto dove si segnala che gli intervistati ritengono utile ricucire la fiducia con gli intermediari consulenti attraverso la valorizzazione di alcuni presidi individuati dalla direttiva MIFID. In particolare, assume rilievo enfatizzare e valorizzare la capacità dei consulenti finanziari di guidare i clienti nella comprensione dei rischi e nel monitoraggio degli investimenti effettuati.

Il perseguimento dell'interesse dell'investitore attraverso i requisiti di indipendenza e i presidi per la gestione dei conflitti di interessi nell'erogazione dell' "*advice*" completano il quadro di tutela dell'investitore che dovrebbe, in questo modo, accordare la fiducia che aveva perso in passato. Se da un lato, come evidenziato nel Rapporto, la stessa fiducia è intimamente collegata alle specifiche caratteristiche personali e abilità del consulente, dall'altro è innegabile che la professionalità, anche suffragata dalla certificazione delle competenze dell'esperto, contribuiscono in modo determinante a consolidare il rapporto tra investitore e consulente.

Una consulenza disinteressata - o, meglio, votata in via esclusiva all'interesse del cliente – è il modo migliore per prendersi cura del cliente, accrescerne la cultura finanziaria e la fiducia nel mercato⁴.

⁴ In tale contesto, potranno assumere un ruolo di assoluto rilievo i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria di cui agli artt. 18-bis e ter del TUF che, proprio in quanto indipendenti da prodotti e servizi e dai loro emittenti, collocatori o prestatori (così come declinato dal MEF in attuazione del Tuf), possono rappresentare un ulteriore punto di riferimento degli investitori. Ciò che agli altri intermediari è solo raccomandato (si pensi alle

Si osserva che nel mercato le reti bancarie si stanno interessando anche al settore della consulenza indipendente ex MIFID. Sebbene attualmente questo settore costituisca una nicchia di mercato, una consulenza indipendente – che sia una semplice modalità operativa del servizio di investimento MiFID o un’attività ontologicamente connotata come tale – incrementerà il grado di percezione del consiglio ricevuto dal cliente come personalizzato e genuino e, in tal modo, si potranno più agevolmente superare quei problemi di diffidenza alla remunerazione del consulente denunciati dal Report⁵. Tuttavia, tra coloro che si dichiarano interessati alla consulenza indipendente, la modalità di pagamento preferita sarebbe quella commisurata alla *performance* del portafoglio. Inoltre, la capacità di formulare un giudizio sul consulente e la percezione della qualità del consiglio ricevuto sono considerati elementi positivi ai fini della disponibilità al pagamento del servizio, così come rilevato dal Report.

Quanto ai consulenti finanziari autonomi e alle società di consulenza finanziaria di cui agli artt. 18-bis e ter del TUF, l’Organismo, che presiedo, vigilerà in modo rigoroso sul comportamento di tali soggetti, verificando, altresì, la preparazione degli stessi, elemento essenziale per prestare una consulenza

regole sui conflitti di interesse), per i consulenti autonomi è la missione stessa dell’attività (l’indipendenza è caratteristica naturale della loro attività). Anche la MiFID2 contiene disposizioni sulla consulenza indipendente, che potrà essere prestata dagli intermediari tradizionali e che, dunque, in futuro si affiancherà a quella dei soggetti ex artt. 18-bis e 18-ter, ma essa rappresenterà una mera modalità operativa opzionale svolta da intermediari, SIM e Banche, che sono comunque portatori, per le altre attività esercitate, di potenziali conflitti di interessi. La consulenza indipendente “*pura*” dei soggetti ex artt. 18 bis e 18 ter continuerà dunque a differenziarsi in termini qualitativi – sia per l’esclusività di tale caratteristica che ne connota l’attività sia per l’impossibilità di detenere somme di denaro e strumenti finanziari della clientela che riduce ulteriormente il rischio di conflitti di interesse – da quella “*occasionale*” di SIM e Banche.

⁵ Report, p. 7

appropriata e adeguata alle relative richieste, così come precisato peraltro dalle Linee guida dell'Esma del dicembre 2015.

Una rinnovata fiducia nei confronti del consulente finanziario è inoltre elemento essenziale per migliorare la qualità del servizio. E' lo stesso Rapporto a denunciare che la maggior parte degli investitori non si dimostra disponibile a fornire un quadro completo degli elementi informativi necessari alla valutazione di adeguatezza del servizio⁶. Solo in presenza di un set informativo completo, il consulente può offrire un consiglio effettivamente personalizzato e di qualità (che aiuti, come sottolineato dagli stessi intervistati, il cliente nella comprensione dei rischi e nel monitoraggio degli investimenti⁷).

Ho accennato al problema dell'informazione, questa volta nella prospettiva del consulente (nei rapporti che lo legano al cliente). E a tal riguardo, guardando ad un profilo diverso e decisamente più vasto, riemerge il problema più generale delle informazioni disponibili sul mercato.

La giurisprudenza, di legittimità e di merito⁸, ha da sempre avvertito l'esigenza di valorizzare – anche in periodi cui gli obblighi informativi a carico di

⁶ V. Report, p. 7.

⁷ V. Report, p. 6.

⁸ Cassazione civile, sez. III 09 gennaio 1997, n. 108 *“La buona fede che deve presiedere alla formazione dei contratti in generale e di quelli di mandato e commissione in particolare comporta che il soggetto - sia esso un soggetto individuale, quale un agente di cambio, o collettivo, quale una banca - cui viene affidato l'incarico di acquistare titoli, e che, esercitando professionalmente tale attività, conosce i limiti oggettivi dell'operazione, **sia tenuto, prima di assumere l'incarico (e cioè nel corso della stipula) ad informare i clienti in ordine ai titoli stessi.** Tale obbligo può venir meno soltanto allorché il committente si presenti già pienamente informato, senza che sia possibile, in proposito, fare esclusivo riferimento alla natura dei titoli”*; Tribunale Roma 08 ottobre 2004 secondo cui *“Gli obblighi informativi che l'art. 21 del TUF pone a carico degli intermediari riguardano un tipo di conoscenza che è più della semplice informazione sui prodotti da loro offerti, conoscenza che si estende alla loro provenienza, alla situazione degli stessi nei mercati, alla loro destinazione tra il pubblico dei consumatori. Si tratta di conoscenza che l'investitore risparmiatore, per esperienza, per cultura o per diverso campo lavorativo non potrà mai acquisire, pervenendo ad un giudizio completo sulla operazione finanziaria che si appresta a sottoscrivere, tanto nel caso in cui la negoziazione venga posta in essere nel periodo di grey market e quindi in epoca antecedente alla emissione del titolo e in assenza di rating”*; Trib. Monza, 4 marzo 2009, n. 748 secondo cui: *“La carenza di informazioni rilevanti in ordine alle caratteristiche del prodotto finanziario oggetto di negoziazione è fonte di responsabilità dell'intermediario per i danni subiti dall'investitore in conseguenza delle perdite legate all'andamento del titolo (nella specie obbligazioni Cirio). Sussiste il concorso di colpa dell'investitore che, debitamente avvertito dell'inadeguatezza per dimensione dell'operazione e dell'opportunità di diversificare gli investimenti, impegni l'intera sua liquidità in un unico prodotto finanziario”*; Cassazione civile, sez. I 03 giugno 2016, n. 11466: *“La scelta tra differenti opportunità di investimento è quindi essenzialmente un problema di raccolta e di valutazione di informazioni, ovvero di ogni dato sulla natura dello strumento finanziario, sul suo emittente, sul suo rendimento e*

offerenti (emittenti) e intermediari avevano un contenuto meno esteso di quello attualmente prescritto – l'importanza che all'investitore venisse offerto un set informativo idoneo ad assumere le decisioni in materia di investimento in modo consapevole.

L'opera della giurisprudenza, che si è preoccupata di riempire di contenuto le regole sull'informazione agli investitori definite prima in modo meno dettagliate, è stata portata avanti dal legislatore, in primis europeo, che ha, nel corso degli ultimi anni, prodotto, al contrario, un complesso articolato e corposo di obblighi informativi, a carico ad esempio di coloro che si apprestano a offrire strumenti finanziari (prospetti), che producono – la problematica è nota – un eccesso di informazioni che si tramuta inevitabilmente in una disinformazione. Con il tempo ai principi e alla responsabilità degli attori del mercato, si sono sostituite regole, protocolli, procedure di eccessivo dettaglio, che rischiano di confondere ulteriormente i risparmiatori e di limitare la responsabilità di chi deve garantire l'informazione in un mero obbligo di redazione. Un parziale passo indietro, mi sembra necessario.

In tale ottica è apprezzabile il progetto Consob, *in itinere*, circa la semplificazione dei prospetti che, con il supporto delle associazioni che rappresentano gli intermediari quali diretti interessati del problema, ha come specifico obiettivo la semplicità e la trasparenza del linguaggio utilizzato in tali documenti.

Per quanto detto, appare necessario adoperarsi affinché tali informazioni siano chiare, precise e non superflue, ciò anche per migliorarne la comprensione

sull'economia nel suo complesso, compresa l'informativa circa l'eventuale sussistenza, con riferimento alla singola operazione da porre in essere, di una situazione di cd. grey market, cioè di carenza di informazioni circa le caratteristiche concrete del titolo ed il rating del prodotto finanziario nel periodo in considerazione, o – addirittura – di una situazione di imminente default economico dell'emittente. E' evidente che, essendo le informazioni finanziarie complesse e costose, nei rapporti di intermediazione finanziaria le imprese di investimento posseggono – ovvero devono procurarsi – elementi informativi diversi e superiori rispetto a quelli a disposizione degli investitori, o da essi acquisibili”.

ad opera degli stessi intermediari professionisti, i quali, solo in presenza di informazioni di mercato non fuorvianti, possono essere in grado di individuare e offrire un servizio consapevole e adeguato alle richieste del cliente.

Un prospetto informativo più semplice può, di certo, agevolare i rapporti tra intermediario e cliente, migliorando, in tal senso, la *performance* dello stesso consulente in ordine alla proposizione dello strumento finanziario adatto al risparmiatore.

Ritengo, ovviamente, che la trasparenza sia un elemento fondamentale per alimentare la fiducia tra investitori e intermediari, in primo luogo, per tutelare i risparmiatori e, in secondo luogo, per agevolare il lavoro degli esperti del settore. A ciò, inoltre, si devono accompagnare altri presidi e paletti come, appunto, la correttezza dei comportamenti degli intermediari e l'“adeguatezza” del prodotto di investimento alle conoscenze e al profilo di rischio dell'investitore.

5. Crowdfunding e Robo-advice

Un breve cenno merita il punto del Rapporto dedicato alla *robo-advice* e al *crowdfunding*. Non è mia intenzione entrare nel merito del complesso fenomeno del *crowdfunding* se non per rilevare che le offerte di strumenti finanziari per il tramite di portali *on line* aperti ad una platea ampia di utenti (alla “folla”, *crowd*) risultano uno strumento efficace in un contesto di diffusa cultura finanziaria, elemento che, come è stato già più volte rilevato, è attualmente assente. Né vi può ovviare una consulenza automatizzata che può rappresentare solo un supporto ulteriore per l'investitore, ma non può certamente sostituire il contatto diretto tra il consulente e il risparmiatore.

In questo contesto, viviamo l'inarrestabile tendenza alla sostituzione della persona fisica con un robot. Credo che i robot possano essere utili ovunque si possa trarre utilità dall'automazione dei sistemi. C'è sicuramente quindi spazio

anche nella finanza, sia nel cosiddetto *BtoB*, per la produzione per le aziende di “torte” di *asset allocation* e la selezione di prodotti, sia nel *BtoC* per la ricerca di soluzioni standard a esigenze consapevoli standard purché elementari.

Tuttavia, il problema oggi risulta un altro ed è la ricostruzione della fiducia incrinata tra cliente e intermediario che rende più che mai necessario che il consulente sia attento alla profilazione del cliente, alla raccolta oltre che alla comunicazione di informazioni utili, con la ragionevole certezza che queste siano comprese. Questo si realizza, come già rilevato in precedenza, solo con un contatto diretto tra persone.

Il *robot advisor* sarà un meraviglioso ausilio per il cliente e magari anche per il consulente, ma non serve a tutelare realmente il risparmiatore né a renderlo consapevole della necessità di pianificare in anticipo i propri obiettivi di vita e di tornare a fidarsi del nostro mondo.