



INIZIATIVE PER IL VENTENNALE DELL'AUTORITA' ANTITRUST

La tutela del consumatore nei servizi finanziari

INTERVENTO

DEL

PRESIDENTE DELLA CONSOB

LAMBERTO CARDIA

Roma, 19 marzo 2010

Nel settore dei servizi finanziari la tutela del consumatore-investitore è la ragion d'essere della disciplina speciale e della vigilanza pubblica, in attuazione del principio costituzionale (art. 47) dell'incoraggiamento e della tutela del risparmio.

L'intangibilità dei prodotti e delle attività finanziarie, che si configurano come contratti di scambio fra un bene presente (denaro) e un bene futuro (ancora denaro), ha richiesto un sistema di regole di trasparenza e di condotta (insieme a riserve di attività a favore di soggetti debitamente autorizzati) particolarmente complesso, cui si associa un articolato sistema di controlli da parte delle Autorità di vigilanza.

La tutela dell'investitore ha infatti storicamente e giuridicamente assunto i tratti di un modello speciale e innovativo, anticipatore di talune soluzioni di tutela del consumatore di beni e prodotti più "tangibili".

Caratteristica della disciplina che riguarda i consumatori di servizi finanziari in un'economia di mercato è l'enfasi posta sul binomio trasparenza-responsabilità.

Le regole si incentrano sulla responsabilizzazione dei soggetti che fanno “appello al pubblico risparmio” - in termini di trasparenza, completezza e comprensibilità delle informazioni fornite - e soprattutto degli intermediari che si pongono come filtro fra famiglie e imprese.

Il rischio intrinseco delle attività e dei prodotti finanziari non potrà essere mai azzerato o annullato dalle norme, ma potrà e dovrà essere gestito in modo consapevole da parte dei soggetti coinvolti nelle transazioni finanziarie (emittenti, intermediari, risparmiatori).

Gli intermediari, in particolare, sono tenuti a conoscere gli strumenti e i prodotti finanziari e a conoscere le esigenze, i bisogni, dei propri clienti per individuare ed accompagnare gli investitori alle migliori soluzioni; così come un medico deve avere capacità di diagnosi e di cura attraverso la conoscenza del paziente e degli strumenti terapeutici.

Nel recepimento della direttiva sui mercati degli strumenti finanziari¹, si è colta l'occasione per confermare e potenziare, sul piano normativo e della vigilanza, la necessità che la relazione intermediario-cliente sia una relazione di servizio (di mandato, di

¹ MiFID - Market in Financial Instruments Directive, n. 2004/39/CE

incarico svolto nell'interesse del cliente) e non di vendita di prodotto, anche quando gli intermediari (in particolare le banche) distribuiscono prodotti finanziari di propria emissione o prodotti assicurativo-finanziari.

Per quanto l'enunciato sia facile e comprensibile, la sua traduzione nella realtà non risulta semplice né immediata.

La crisi degli ultimi anni, con le conseguenti esigenze di liquidità delle banche, ha reso ancora più impervio il raggiungimento degli standard comportamentali previsti, nonostante i benefici che ne potrebbero derivare sia in termini reputazionali sia per la creazione di nuove opportunità d'impresa.

La logica di azione degli intermediari bancari è rimasta in larga parte ancorata al "prodotto venduto"; né è stata adeguatamente valorizzata la natura di "servizio" delle attività (in specie la consulenza).

Lo strumento obbligazionario, ad esempio, destinato prevalentemente alla clientela al dettaglio, è stato utilizzato per obiettivi di stabilizzazione della raccolta e di massimizzazione dei

profitti (grazie ai costi impliciti nel prezzo di emissione dell'obbligazione rispetto al suo valore intrinseco).

Questa attitudine spiega lo sforzo di vigilanza della Consob per contenere gli effetti distorsivi sull'allocazione del risparmio che possono insorgere dai conflitti di interessi tra intermediario e cliente.

A rendere ancora più delicata l'azione di vigilanza è il fenomeno della concentrazione nella banca sia delle principali funzioni di intermediazione del risparmio delle famiglie sia della natura di emittente di strumenti di investimento.

La Consob nell'ultimo anno ha condotto ispezioni sui principali operatori con clientela "al dettaglio" (rappresentativi di circa l'80% del mercato). Gli esiti hanno richiesto diverse azioni correttive (quali convocazioni dei consigli di amministrazione con segnalazione delle aree di attività che richiedono nuove regole organizzative ovvero provvedimenti ingiuntivi volti a ordinare la cessazione di irregolarità rilevate nella distribuzione di prodotti finanziari).

E' necessario insistere su un ripensamento delle impostazioni strategiche di fondo degli intermediari che, prendendo anche spunto dalla crisi, devono essere incentivati a valorizzare la loro natura di impresa di servizio, con al centro l'interesse del cliente.

Alcuni tentativi meritevoli si registrano con l'adozione di "architetture distributive aperte" e con la scelta da parte di talune banche di legare la propria remunerazione non già al prezzo del bene venduto ma piuttosto al valore della prestazione fornita, con l'effetto positivo di allineare - almeno in parte - i propri interessi a quelli del cliente.

L'apertura delle proposte ad una molteplicità di prodotti (non solo a quelli "della casa") porta ad una concreta confrontabilità delle offerte, motore di effettiva concorrenza e di migliore tutela degli investitori. Comportamenti scorretti proliferano infatti più agevolmente in contesti competitivi carenti nei quali gli operatori riescono a creare segmentazioni di mercato e di offerta.

La comparsa sulla scena di operatori indipendenti specializzati nella consulenza (la Consob, con il parere di Banca d'Italia, ha autorizzato negli ultimi due anni 20 SIM "di consulenza"), remunerati esclusivamente dal cliente e non da emittenti di prodotti

d'investimento, può essere un utile ausilio sia per potenziare l'efficacia delle norme regolamentari a tutela dell'investitore sia per contenere gli errori comportamentali più diffusi.

* * *

Anche l'innalzamento della cultura e dell'educazione finanziaria dei risparmiatori è un fattore di crescita, ma non nell'auspicio che ciascuno diventi il consulente finanziario di se stesso (d'altronde non si immagina che ciascuno divenga il medico di se stesso o l'avvocato di se stesso), ma nella prospettiva di una più ampia consapevolezza sulle "regole del gioco", dei doveri e delle responsabilità.

La prevenzione di comportamenti scorretti è obiettivo strettamente connesso alla capacità degli investitori di valutare le proposte e i soggetti da cui provengono.

Come detto, la direttiva MiFID ha introdotto principi e strumenti normativi che enfatizzano la responsabilità degli intermediari nei rapporti con i propri clienti, ma è evidente che di fronte a risparmiatori privi di una conoscenza anche elementare del settore

finanziario, qualunque presidio si presta ad essere facilmente aggirato nella sostanza.

Al livello molto ridotto di educazione finanziaria nel nostro Paese si associa un fenomeno diffuso che trova ormai numerosi riscontri nella ricerca empirica: gli investitori commettono molto spesso errori, di ragionamento e di preferenze, difficilmente conciliabili con l'assunto di razionalità delle scelte.

Tali errori si riflettono in “anomalie comportamentali” che si traducono, nel caso dei piccoli investitori, in:

- bassa partecipazione al mercato azionario,
- errori di percezione della relazione rischio/rendimento,
- scarsa diversificazione ed eccessiva movimentazione del portafoglio.

Uno studio pubblicato dalla Consob nel gennaio 2010² ha approfondito le implicazioni di tali fenomeni, riconducibili alla c.d. “finanza comportamentale”, per meglio comprendere le anomalie

² Quaderno di Finanza n. 66 disponibile sul sito internet www.consob.it

dei comportamenti attingendo sia all'apparato teorico della psicologia cognitiva sia all'evidenza sperimentale.

Conoscere le effettive percezioni dei fenomeni e le componenti psicologiche e irrazionali alla base dell'agire degli individui può rivelarsi utile per l'Autorità di settore per rendere più efficaci gli interventi di regolamentazione e vigilanza.

Lo studio suggerisce infatti che lo strumento dell'*investor education* può non solo migliorare la capacità di giudizio degli investitori, ma anche aiutarli a riconoscere le principali "trappole" comportamentali in cui possono cadere da soli.

Anche le regole di trasparenza possono essere modulate nei modi migliori, in termini di contenuti e formato di rappresentazione, tenendo conto delle principali indicazioni che derivano dagli studi della finanza comportamentale.

In questo contesto, è emerso che il rischio non è solo un concetto matematico, ma diviene una variabile psicologica che può determinare significativi disallineamenti tra la percezione soggettiva

e la misura “oggettiva” nonché una distorsione nella considerazione della relazione rischio/rendimento.

Alcuni studiosi riconoscono l'efficacia di meccanismi correttivi pubblici che intervengano in modo “paternalistico” e indirizzino le scelte individuali nella direzione ritenuta corretta, sia limitando le opzioni di scelta disponibili (giungendo nel caso più estremo al divieto di investimento nei prodotti ritenuti più rischiosi), sia fissando un'opzione di scelta predefinita che può essere abbandonata solo con una rinuncia esplicita. (Il fenomeno della diffusione dei prodotti derivati nella gestione della finanza degli enti locali e le recenti iniziative legislative possono essere un valido esempio di interventi correttivi guidati).

In alcuni casi molto particolari - ad esempio quando è in gioco il risparmio previdenziale - è stata sostenuta la **necessità** di imporre il comportamento ritenuto corretto, vincolando normativamente le tipologie di investimento.

In via generale, è stato riconosciuto che un maggiore livello di educazione finanziaria può risultare molto efficace nel prevenire errori di valutazione.

Anche il consulente finanziario può aiutare il cliente a orientarsi nell'ambito di un flusso di informazioni eccessivo; a interpretare correttamente le informazioni a prescindere dalle modalità di presentazione; ad attirare l'attenzione su elementi che, pur essendo rilevanti, sfuggono alla percezione dell'investitore.

Con specifico riferimento al caso italiano, i servizi di consulenza appaiono relativamente poco diffusi fra le famiglie.

Un altro studio della Consob del luglio 2009³ mostra che la probabilità di delegare a gestori professionali le scelte di investimento in alternativa all'investimento diretto in singoli strumenti finanziari rischiosi (risparmio gestito e non amministrato) cresce al crescere della dimensione del patrimonio e dell'avversione al rischio.

A parità di altri fattori, le famiglie che ricevono servizi di consulenza hanno il 20% di probabilità in più (rispetto alle famiglie che non ricevono tali servizi) di detenere prodotti o strumenti finanziari rischiosi; tale percentuale sale ulteriormente quando vi è la

³ Quaderno di Finanza n. 64, anch'esso disponibile sul sito www.consob.it.

percezione di un forte legame fiduciario (assenza di conflitti di interessi) e di un'elevata qualità del servizio. Questo effetto è dovuto quasi interamente ad una maggiore probabilità di detenere prodotti del risparmio gestito e polizze a contenuto finanziario. Le evidenze documentate nel lavoro indicano che, nel complesso, le famiglie che ricevono servizi di consulenza hanno un portafoglio più diversificato e meno concentrato sui depositi e titoli di Stato e che la consulenza favorisce la diffusione del risparmio gestito.

* * *

La Consob è stata la prima istituzione in Italia a realizzare in autonomia iniziative di educazione finanziaria.

Tale attività è cominciata sin dalla fine degli anni '90, quando si è assistito ad una sensibile migrazione del risparmio delle famiglie dai titoli di stato ad altre forme di investimento più remunerative, non supportata però da un'adeguata consapevolezza del maggior rischio che tali investimenti comportavano.

Le iniziative realizzate dalla Consob in materia di educazione finanziaria sono disponibili sin dall'anno 2000 in un'apposita

sezione del sito internet (www.consob.it), scaricabili ed utilizzabili liberamente, anche per ulteriore diffusione, da chiunque ne abbia interesse.

Le iniziative di educazione finanziaria della Consob si svolgono in due direzioni:

- la prima, più tradizionale, ha un contenuto prevalentemente formativo e riguarda la descrizione dei principali prodotti finanziari esistenti sul mercato;
- la seconda ha un contenuto più propriamente educativo e riguarda soprattutto gli aspetti comportamentali, con l'obiettivo di accrescere la capacità di autotutela dei risparmiatori attraverso l'acquisizione di una maggiore conoscenza dei propri diritti e dei modi con i quali esercitarli.

È evidente che un piano di sviluppo capillare e generalizzato dell'educazione finanziaria dei cittadini italiani richiede investimenti di risorse umane e finanziarie che nessun ente o istituzione può sopportare individualmente.

Per questi motivi, la Consob considera essenziale che operi una funzione di coordinamento unitario per la programmazione e il

reperimento di risorse per attività di educazione finanziaria, che oggi purtroppo si svolgono ancora in modo frammentato⁴.

* * *

Tutti i nostri sforzi di regolamentazione, per essere pienamente efficaci, devono tuttavia trovare corrispondenza in una rinnovata consapevolezza della valenza etica dell'attività economica e finanziaria.

Secondo la migliore tradizione umanistica il rapporto tra diritto ed etica è improntato ad una necessaria corrispondenza sostanziale. Montesquieu parla dello "spirito delle leggi" per indicare quel progetto di società che è alla base di ogni ordinamento giuridico. E da parte loro Norberto Bobbio, Tommaso Perassi, Giuseppe Capograssi, sostengono che il diritto, come recepisce i cambiamenti del costume, deve anche indirizzare, orientare, le azioni degli uomini e le grandi scelte della loro vita. Potrebbe sembrare, in prima approssimazione, che questo rapporto di corrispondenza non

⁴ L'attività di educazione finanziaria della Banca d'Italia ha ricevuto impulso più di recente. BI ha anche firmato un memorandum d'intenti con il ministero della pubblica istruzione a seguito del quale è stato avviato un progetto pilota di alfabetizzazione finanziaria nelle scuole. Il 24 febbraio è stato presentato un accordo di collaborazione tra ANP - Associazione Nazionale Dirigenti e Alte Professionalità della Scuola e dal Consorzio di banche PattiChiari per sensibilizzare i dirigenti scolastici e gli insegnanti sull'importanza di fornire ai giovani le competenze necessarie a gestire in modo consapevole il proprio futuro economico.

sussista per le relazioni tra etica ed economia. L'economia è il regno dello scambio, della libera contrattazione tra soggetti finalizzata allo scambio di beni e servizi di reciproco interesse. A garantire l'equità dello scambio - fatte salve singole ed eccezionali ipotesi di approfittamento - secondo il liberismo del primo Ottocento, dovrebbe essere sufficiente l'interesse dei soggetti, ciascuno dei quali addiviene alla stipulazione del contratto ritenendolo di propria utilità. Il ruolo dell'etica apparirebbe alquanto marginale.

La realtà dei fatti, soprattutto se vista nell'evoluzione delle leggi economiche e di mercato, è del tutto diversa. E lo è sia nel senso che l'economia richiede sempre più che siano rispettati principi etici fondamentali, sia nel senso che questo rispetto porta beneficio all'economia e alle ricchezze degli uomini e delle nazioni.

D'altronde, l'Ottocento e il Novecento, a voler guardare soltanto alle grandi cose, stanno lì a dimostrare che la dittatura del mercato (cioè la dittatura dei proprietari e del potere economico) ha portato a tali sconvolgimenti sociali e ribellioni (esecrabili come violenti, ma inevitabili come rivolta contro atroci ingiustizie) da provocare un ripensamento del concetto stesso di mercato.

È stato lo stesso mercato che ha finito con l'inserire il capitalismo in un Welfare State che noi consideriamo come un fatto naturale, ma che in realtà è stato il frutto di precise scelte elaborate per merito di grandi economisti come John Maynard Keynes, di grandi personalità politiche come Franklin Delano Roosevelt, più in genere di scuole di pensiero aperte ai valori di solidarietà e sostegno reciproco.

Potrebbe sembrare che il richiamo ai problemi della primitiva società industriale non sia afferente ai problemi del mercato nella società contemporanea e del mercato finanziario in specie. Invece esso si attaglia perfettamente a quanto avviene anche oggi in ambito monetario e finanziario, nell'epoca della globalizzazione, e ne abbiamo avuto una immediata conferma (oltre che nella crisi del 1929) nello tsunami finanziario degli ultimi anni che ha fatto constatare a tutti noi le conseguenze che possono derivare dall'anarchia del mercato, dall'abbandono di regole eticamente ispirate che pure esistevano ed esistono. Insomma, basterebbe l'esperienza della crisi del 2008-2009 (non ancora esauritasi in tutti i suoi effetti) per cogliere l'essenziale del rapporto tra etica ed economia: l'abbandono di ogni criterio morale basilare conduce prima o poi a distruggere ricchezza (che magari era finta ma sembrava vera), creare panico nella popolazione e nei mercati (che a sua volta distrugge altra ricchezza) e può portare ad una sorta di big-bang finanziario ed economico che, a differenza dell'evento

astronomico, anziché essere creatore di universo sarebbe la sua fine per collasso (cioè un big-crunch).

Le patologie del rapporto tra etica e mercato sono emerse nella recente crisi mondiale anche da un altro punto di vista, quando si è constatato che il maestoso ed elefantiaco edificio costituito dall'ingegneria monetaria e finanziaria in realtà poggiava su fondamenta eticamente discutibili, in alcuni casi su scelte immorali e irrazionali.

Con il cristianesimo nasce l'homo faber che crea, produce, cresce culturalmente ed economicamente, ma lo fa sempre dentro regole etiche che frenano le passioni (distruttive quanto non mai in campo finanziario), ne indirizzano i comportamenti e ne indicano le finalità ultime che devono sempre avere il segno positivo dell'utilità e del benessere collettivi.