



TUTELA DEL RISPARMIO ED EDUCAZIONE FINANZIARIA: AZIONI ED INTERAZIONI

MARCO TOFANELLI*

*La prima protezione dell'investitore è l'informazione.
Ma spesso non basta a evitargli scelte sbagliate.
Per tutelarlo si rischiano oggi di introdurre regole finalizzate a
prevenire condotte poco virtuose a danno del risparmiatore, che
finiscono invece per penalizzarlo, restringendo la sua possibilità
di scelta. Ben vengano dunque le iniziative delle istituzioni che
puntano a sviluppare l'educazione finanziaria:
un investitore consapevole e "competente"
è un investitore migliore, e aiuta a migliorare
la qualità del mercato.*

Tutela del risparmio ed educazione vanno sicuramente insieme; ma, in quale rapporto tra loro? Perché, ad esempio, poco tempo fa, nel corso dell'incontro annuale con il mercato finanziario, il presidente della Consob, Giuseppe Vegas, ha affermato che *"la tutela del risparmio non può prescindere dall'educazione finanziaria, primo presidio di autotutela"*. Come leggere? Sicuramente, immagino, non presupponendo che il risparmio vada tutelato, *in primis*, con l'educazione finanziaria del singolo cittadino: alla tutela del risparmio e alla salvaguardia delle disponibilità finanziarie dei cittadini sono infatti chiamate, innanzitutto, la regolamentazione e la vigilanza sul sistema finanziario. La rapida evoluzione delle

* Segretario Generale di Assoreti



strutture economiche e sociali intervenuta negli ultimi anni, le crisi finanziarie, hanno riproposto con forza l'esigenza di migliorare il sistema di protezione dell'investitore.

E' noto come uno dei perni fondamentali, attorno ai quali ruota l'apparato di protezione dell'investitore, sia rappresentato dall'informazione, sull'assunto che la disponibilità della stessa tenda a ridurre il *gap* delle asimmetrie informative, nonché ad agevolare il cliente nella comparazione tra più prodotti finanziari, tale da consentirgli di effettuare scelte consapevoli di investimento.

Nel tempo si è ritenuto tuttavia che una normativa basata soltanto su obblighi di trasparenza informativa non fosse sufficiente a realizzare una effettiva protezione dell'investitore; ad essa, nella prestazione del servizio di consulenza, nella raccomandazione di acquisto o di vendita, il legislatore ha affiancato la protezione della regola dell'adeguatezza.

Studi di finanza comportamentale hanno infatti messo in evidenza come la mera eliminazione delle asimmetrie informative mediante la consegna o la messa a disposizione della documentazione completa, pur potendo in astratto assolvere ad una importante funzione di educazione finanziaria dell'investitore, non modifica tuttavia le scelte di investimento di quest'ultimo e non consente, pertanto, di correggere gli errori cognitivi ed emotivi che sovente risultano essere alla base di tali scelte ed è stato quindi individuato nella regola di adeguatezza un presidio a tutela dell'investitore. Un primo presidio, perché poi i legislatori e in specie i regolatori si sono sempre più sentiti attratti da una sorta di paternalismo bismarckiano ed hanno optato verso la limitazione della libertà di scelta per l'investitore, cedendo alla tentazione di creare una gerarchia tra preferenze, presupponendo che quelle del risparmiatore fossero per definizione imperfette e che, probabilmente, questi fossero anche inconsapevoli delle loro imperfezioni: così il risparmiatore, non potendo sottrarsi



all'intervento attuato nel proprio interesse, si trova di fronte non tanto ad un processo di allocazione di risorse scarse, ma addirittura di diminuzione delle opzioni disponibili. E, essere certi che tale modello di protezione sia il migliore tra quelli a tutela dell'investitore *retail*, implicando per definizione difficoltà di azioni volte a diversificare e quindi a minimizzare i rischi di portafoglio, non è affatto facile.

Si pensi, sotto tale punto di vista, all'impatto della disciplina in tema di *product governance* nell'ambito del recepimento della cosiddetta MiFID II e al regolatore (l'ESMA, nella fattispecie) che, animato dall'intento di introdurre regole finalizzate a prevenire condotte poco virtuose nei confronti del risparmiatore, possa, infine e involontariamente, penalizzarlo, in specie laddove si confronti con la disciplina della consulenza e dell'adeguatezza in un'ottica complessiva di portafoglio, volta appunto a diversificare gli investimenti nel migliore interesse dello stesso; il divieto di offrire ai clienti (e, di converso, di permettergli di scegliere) i prodotti ritenuti *ex ante* non adatti, sia in positivo che in negativo, sulla base dell'individuazione (quasi) in astratto del *target market* da parte dell'emittente, impedirebbe di poterli inserire anche in percentuali minime nei portafogli in cui invece potrebbero assolvere ad un'effettiva esigenza di diversificazione, coerente con gli obiettivi condivisi con il cliente. Ora, a seguito delle sollecitazioni dell'industria, l'ESMA è intervenuta, ma solo in parte, recependo l'idea che nella prestazione del servizio di consulenza con un approccio di portafoglio, il distributore possa perseguire una politica di diversificazione esclusivamente al di fuori del mercato *target* positivo, ma ha ribadito il carattere eccezionale della raccomandazione all'interno del mercato *target* negativo. In effetti, la limitazione ha valore residuale, ma sicuramente hanno prevalso considerazioni paternalistiche, derivanti certo da recenti cattive pratiche di *retailisation*, ma probabilmente non valide in tutte le circostanze; circostanze che, in un'ottica granulare (ogni cliente ha i propri bisogni), impediscono al consulente di assolvere pienamente al dovere di



operare nel miglior interesse dell'investitore e a questi di poter scegliere, rinunciando al valore di un'educazione finanziaria consapevole e funzionale.

In tale contesto e, comunque, nel presupposto che, almeno a mio parere, in effetti il ruolo delle istituzioni e della normativa vengano prima dell'educazione finanziaria nel sistema delle tutele dell'investitore, occorre dotarsi di strumenti e di strategie ben definite.

Un fondamentale passo in avanti è il piano nazionale teso a sviluppare l'educazione finanziaria, previdenziale ed assicurativa, ove per tale si intende *“il processo attraverso il quale le persone migliorano la loro comprensione degli strumenti e dei prodotti finanziari e sviluppano le competenze necessarie ad acquisire una maggiore consapevolezza dei rischi e delle opportunità finanziarie”*.

A tal fine, si prevede che il Ministero dell'economia e delle finanze, d'intesa con il Ministero dell'istruzione dell'università e della ricerca adotti il programma *per una Strategia nazionale per l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale*.

Per l'attuazione della stessa viene istituito presso il Ministero dell'economia e delle finanze, un Comitato nazionale per la diffusione dell'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale, che opera attraverso riunioni periodiche e in seno al quale possono essere costituiti specifici gruppi di ricerca cui potranno partecipare accademici e esperti della materia.

È finalmente un intervento di carattere sistematico che si rivolge all'intera popolazione – e non unicamente ad alcune fasce di essa – con il dichiarato intento non solo di innalzarne il livello di educazione finanziaria, ma soprattutto di colmare il dislivello tra conoscenze richieste e conoscenze possedute.

Come anticipato, con riferimento all'investitore, un ruolo importan-



te può svolgerlo il consulente finanziario nella prestazione del proprio servizio, al momento però più in virtù del vincolo fiduciario che lo lega allo stesso nel momento in cui effettua raccomandazioni di investimento, piuttosto che della normativa che, anzi, abbiamo visto come tenda a lasciare il risparmiatore nella sua profonda incapacità di scegliere, pur tuttavia richiamandone surrettiziamente la responsabilità nell'assunzione di scelte di rischio.

Citando i padri fondatori della finanza comportamentale, Kahneman e Riepe, la consulenza si qualifica come *“l'attività prescrittiva il cui obiettivo principale consiste nel guidare gli investitori nel processo decisionale nel loro migliore interesse”* (Kahneman, Higgins, Riepe 1998).

La consulenza in materia di investimenti rappresenta dunque un'occasione di educazione finanziaria e il consulente finanziario lo strumento per diffonderla. Egli è tenuto ad aiutare l'investitore, a interpretare correttamente le informazioni, a comprendere realmente i bisogni e le necessità e a sfuggire alle varie “trappole” che ne alterano la percezione e che lo distolgono dalle valutazioni degli elementi più importanti. Forse è il momento che, anche in sede di autodisciplina, termini come “bisogno” o “educazione” passino da vane parole a comportamenti, non solo etici, ma sorretti da impianti che ne sanzionino (quantomeno con l'ostracismo) chi viola il principio.

Un investitore consapevole e “competente” è un investitore migliore, e aiuta a migliorare la qualità del mercato. Oggi, questo, è un passo importante, soprattutto nell'attuale scenario economico, connotato da particolare complessità, in cui le competenze del cittadino investitore devono svilupparsi anche nell'ambito dell'innovazione tecnologica e pertanto all'uso delle nuove tecnologie.

L'innovazione tecnologica semplifica le relazioni, diminuisce i costi del servizio, migliora la capacità di costruire banche dati utili anche nella pro-



spettiva dei controlli sull'attività, ma implica anche dei rischi legati alla scarsa dimestichezza nel loro uso.

La Commissione europea ha recentemente pubblicato il piano d'azione per i servizi finanziari destinati ai consumatori e un documento di consultazione sulla tecnologia e sull'impatto di quest'ultima sul settore dei servizi finanziari (c.d. FinTech); coglie i benefici delle tecnologie più all'avanguardia, ma evidenzia altresì come risulti nondimeno prioritario regolamentare tale fenomeno al fine di prevenire il manifestarsi di nuovi rischi: primo fra tutti quello inerente alla possibilità di errori nella costruzione del *software* e nell'immagazzinamento dei dati, con conseguente elaborazione di raccomandazioni viziate su cui gli investitori finiscano però con il riporre particolare affidamento proprio grazie alla ritenuta infallibilità del robot; o la standardizzazione massiva delle raccomandazioni.

Alto anche è il pericolo che l'investitore cada nella trappola dell'*overconfidence*, uno dei principali *bias* comportamentali che può facilmente colpire i cd *millennials*, avvezzi sin troppo all'uso dei *social* e molto poco alla conoscenza dei prodotti finanziari.

In una recente ricerca, Scratch (società di consulenza creativa di Viacom), evidenzia che un *millennial* su tre pensa che in futuro non avrà bisogno di una banca e il 73% degli intervistati sarebbe più attratto da un'offerta di servizi finanziari da parte di *Google, Amazon, Apple, PayPal* rispetto all'offerta di una delle principali banche della propria nazione.

Seppure ancora non sufficientemente "educate", le famiglie, di fronte alle recenti crisi finanziarie, sono più consapevoli dei rischi che corrono ed hanno adottato strategie di difesa del reddito e del risparmio e specialmente i giovani sono pronti a giudicare ed abbandonare, ma anche a premiare ed essere fedeli: cercano sicurezza, vogliono potersi fidare, avere certezze; un compito importante innanzitutto per i Regolatori (ESMA, soprattutto, afflitta dal morbo europeo della tecnocrazia), i primi chiamati



a ben interpretare un modello di protezione che permetta all'investitore di crescere e compiere scelte; per il "Comitato nazionale", che deve saper attuare sapientemente strategie utili a scelte consapevoli per l'investitore, oltre ad una alfabetizzazione per il cittadino; per il ceto creditizio e finanziario, che deve fare del confronto con il cliente un'occasione di crescita, nell'esplicarsi del dovere di comportarsi nel miglior interesse di questi; per gli investitori che devono educarsi per saper comunicare i propri bisogni e assumere scelte sempre più consapevoli.