



Vittorio Conti (*)

Obbligazioni bancarie e tutela degli investitori *retail*: sviluppi regolamentari ed implicazioni operative

Seminario ASSBB

*«Credito, capitale e regole: quale equilibrio dinamico per lo sviluppo
economico in un contesto di sana concorrenza»*

Perugia, 13 marzo 2010

(*) Commissario Consob.

1 - Premessa¹

1.1 Un po' di tempo fa un articolo sul *Financial Times* invitava le banche a ritornare ai fondamentali. Erano i mesi in cui si iniziava a riflettere sui motivi e sui possibili rimedi ai problemi creati della crisi che stiamo vivendo.

Tale esigenza è sempre più avvertita anche nel nostro Paese, specialmente da quando si fanno insistenti i richiami alle banche sia perché ritornino ad interpretare il ruolo di finanziatrici di un sistema produttivo in difficoltà, dopo un lungo periodo in cui si è guardato alla finanza più come fine che come mezzo, sia per invitarle a rinsaldare il rapporto fiduciario con la propria clientela *retail* penalizzata dalla opacità dei mercati.

I mutamenti di questi anni sono destinati ad incidere in modo significativo sul percorso che le banche dovranno seguire in futuro, e di essi ci si dovrà fare carico per evitare che il "ritorno ai fondamentali" si trasformi nel ritorno ad un passato senza prospettive.

Affinché ciò non accada le aziende di credito sono chiamate a rispondere alle lezioni della crisi ripensando i propri orientamenti strategici e gestionali con riferimento non solo al proprio attivo ma anche alla struttura del passivo e alla gestione dei servizi di investimento.

1.2 L'evoluzione delle prassi operative di questi ultimi anni, e gli orientamenti regolamentari che hanno accompagnato gli sviluppi della crisi, stanno prospettando la necessità di nuove chiavi per una lettura integrata dell'attivo e del passivo rispetto a quelle tradizionalmente affidate all'ALM (quali la trasformazione delle scadenze, il rischio di tasso e la gestione della liquidità). In particolare sono due le esigenze da soddisfare:

- la prima discende dalla necessità di raccogliere fondi per finanziare l'attivo in condizioni di mercato particolarmente difficili, rispondendo al contempo alla richiesta della Autorità di innalzare il livello delle tutele per i clienti risparmiatori;
- la seconda riguarda il bisogno di irrobustire la dotazione di capitale, in presenza di una pesante fase recessiva che porta con sé un deterioramento della qualità dell'attivo e, con essa, l'erosione dei livelli di capitalizzazione necessari per sostenere la crescita degli impieghi. Anche in questo caso l'orientamento dei regolatori è per la determinazione di requisiti più stringenti (Basilea3) al fine di meglio presidiare la stabilità.

¹ Ringrazio la Dott.ssa Nadia Linciano ed il Dott. Giovanni Siciliano con cui ho avuto la possibilità di confrontarmi su questi temi. Un grazie particolare alla Dott.ssa Romina Scala per la preziosa collaborazione.

Le opinioni espresse sono strettamente personali e non coinvolgono in alcun modo la Consob.

1.3 In questo difficile contesto le prassi operative sono già mutate nel tentativo di trovare risposte ad entrambi i problemi appena richiamati, anche se con modalità differenti nei diversi paesi. Ciò sta accadendo sia adattando strumenti di raccolta già noti, sia con nuovi prodotti che dovrebbero rispondere meglio alle eventuali emergenze da sottocapitalizzazione. Tra questi ultimi troviamo i *contingent convertible*, prodotti strutturati come obbligazioni che, al raggiungimento di prestabiliti livelli soglia di appositi “allertatori” di tensioni patrimoniali, vengono trasformate in azioni, contribuendo così all’ampliamento della base patrimoniale prima che si rendano necessari interventi di salvataggio. Di questo prodotto fanno discutere sia la possibilità che di fatto si trasformi in un facile strumento di salvataggio “di mercato” a disposizione di *manager* responsabili di aver gestito male le imprese a loro affidate, sia la individuazione dei soggetti a cui assegnare il delicato compito di valutare il momento in cui attivare i *trigger*.

Per i prodotti più tradizionali - quali ad esempio le obbligazioni con abbinati derivati, le convertibili o le strutturate - ci si interroga sulla necessità di rafforzare i presidi di trasparenza e le regole di condotta da imporre agli intermediari per le tipologie più complesse. Ciò in considerazione del fatto che negli ultimi anni molti di questi strumenti di raccolta sono cresciuti di complessità e rischiosità, senza che il loro ingresso tra i prodotti su cui si formano le scelte allocative degli investitori *retail* fosse assistito da una disciplina sufficientemente tutelante.

Quest’ultimo aspetto è particolarmente importante per il nostro sistema bancario dato il peso che hanno le obbligazioni tra gli strumenti di raccolta.

Per meglio cogliere le possibili conseguenze di tale dinamica, analizziamo innanzitutto le principali caratteristiche delle emissioni effettuate in questi ultimi anni, per passare poi a considerare i termini del dibattito sulla regolamentazione e sulle conseguenti implicazioni operative.

2. Emissioni obbligazionarie in Italia

2.1 Comparando il peso delle diverse forme tecniche di raccolta degli intermediari bancari europei, sulla base dei dati di bilancio 2008 riferiti ai principali gruppi bancari, che coprono il 60-70% dei *total asset* dei rispettivi paesi, notiamo una certa polarizzazione nella composizione tra le diverse forme tecniche di raccolta. Infatti, accanto a sistemi in cui la raccolta diretta è di gran lunga prevalente con percentuali attorno all’80% come nel Regno Unito ed in Svizzera, troviamo paesi caratterizzati da un sostanziale bilanciamento tra raccolta da clientela, obbligazioni ed interbancario come in Germania, Paesi Bassi e Irlanda e sistemi in cui sono presenti significative emissioni obbligazionarie. Tra questi l’Irlanda con il

35%, la Germania con il 37% (nella maggior parte *covered bonds* collocati presso gli investitori istituzionali) e l'Italia con il 38% (40% nel 2009).

A differenza di quanto accade in Germania, nel nostro Paese le emissioni sono destinate prevalentemente alla clientela *retail*. Nel periodo 2006-2009 la percentuale è stata infatti del 72%, valore che è salito ulteriormente all'80% nella seconda parte del triennio; tale tendenza è confermata dalla forte crescita della componente obbligazionaria nei portafogli delle famiglie². Su queste caratterizzazioni può avere avuto un ruolo la fiscalità che penalizza le forme di raccolta tradizionali (27%) rispetto ai *bond* (12,5%).

2.2 Le peculiarità del mercato italiano emergono con chiarezza da un'analisi condotta sui prospetti informativi e sulle condizioni definitive riferite alle emissioni domestiche e sull'euromercato da alcuni ricercatori dell'Ufficio Studi della Consob (il lavoro è in corso di perfezionamento per una prossima pubblicazione³).

I dati relativi a quanto accaduto nel triennio luglio 2006-giugno 2009⁴ testimoniano con chiarezza la rilevanza per il nostro sistema del fenomeno di cui stiamo parlando. Sul mercato *retail* sono stati infatti offerti 12.200 titoli per un valore di circa 580 miliardi di euro, mentre per gli istituzionali ne sono stati emessi 640 per 136 miliardi circa.

Se concentriamo l'analisi sul periodo luglio 2007-giugno 2009, periodo in cui si sono fatti più evidenti gli effetti della crisi, notiamo che il numero di emissioni all'anno non è mutato in modo significativo (circa 4000 per il *retail* e 200 per gli istituzionali), ma è più che raddoppiato il valore delle emissioni per il *retail* mentre si dimezza quasi quello per gli istituzionali. Questi dati evidenziano l'orientamento imposto alle banche dalle crescenti difficoltà di accesso ai mercati.

Per una lettura corretta di queste cifre occorre ricordare che nel periodo in esame il "collocato" si è fissato tra il 65% ed il 70% circa dei valori indicati nei prospetti. Al collocato si farà riferimento nella restante parte di queste note.

2.3 Per proseguire con il nostro approfondimento è opportuno raggruppare le obbligazioni emesse in questi anni secondo le seguenti tipologie:

- ordinarie *plain vanilla* a tasso fisso e variabile (circa il 79% dei controvalori collocati);

² G. Lusignani (2010), *Il posizionamento strategico dell'industria finanziaria italiana*, mimeo, marzo.

³ R.Grasso, N.Linciano, L.Pierantoni, G.Siciliano (2010), *Le obbligazioni emesse da banche italiane le caratteristiche dei titoli e i rendimenti per gli investitori*, in corso di pubblicazione, Consob, 2010.

⁴ Si ricorda che nel maggio del 2006 è stato introdotto l'obbligo del prospetto per le emissioni obbligazionarie.

- *step up/down* (attorno al 3%), caratterizzate da cedole fisse e predeterminate, ma con andamento crescente o decrescente del rendimento lungo la vita del titolo;
- *callable* (pari al 7% circa), obbligazioni a tasso fisso, variabile o *step up/down* con associata un'opzione *call* che consente all'emittente di rimborsarle anticipatamente;
- strutturate (rappresentano l'11% del collocato totale), che incorporano opzioni di vario tipo su altri *asset* finanziari ed elementi derivati spesso particolarmente complessi; rientrano in questa classe le *linked*, le *stochastic* e le obbligazioni miste.

La scomposizione delle obbligazioni sottoscritte dagli investitori *retail* evidenzia che le ordinarie *plain vanilla* rappresentano il 79%, seguite dalle strutturate (10%), dalle *callable* (8%) e dalle *step up/down* (3%). Per gli istituzionali troviamo invece una percentuale più elevata sia per le obbligazioni ordinarie (81%) sia per quelle strutturate (16%), mentre sono inferiori i pesi per le *step up/down* e le *callable* (2 ed 1% rispettivamente).

Sommando *callable* e strutturate, vediamo che ai portafogli degli investitori *retail* sono state destinate obbligazioni che potremmo definire di complessità comparabile rispetto a quelle collocate presso gli istituzionali (18 e 17% rispettivamente).

2.4 Il riferimento alla complessità rende necessario qualificare questo concetto prima di procedere con la nostra analisi. In effetti la logica alla base della classificazione che stiamo utilizzando è riconducibile alla differente complessità dell'ingegneria finanziaria sottostante le obbligazioni emesse, che le può rendere di difficile comprensione.

Nel dibattito sugli sviluppi regolamentari a livello europeo la complessità viene frequentemente evocata quando si tratta il tema delle tutele per gli investitori *retail*. Negli articolati delle direttive il concetto di complessità - spesso identificato ricorrendo ad una tassonomia "definitoria" simile a quella che stiamo utilizzando -, si interseca con il richiamo alla necessità di "misurare" la rischiosità dei prodotti finanziari, al fine di rendere più facilmente comparabili le alternative di investimento e consentire così scelte di investimento informate e consapevoli.

Dato che rischiosità e complessità non possono essere considerate sinonimi - è ad esempio intuitivo che un prodotto strutturato, per quanto complesso e quindi difficile da capire, possa essere meno rischioso di una obbligazione *plain vanilla* con associato un rischio emittente difficile da misurare - per una lettura meno superficiale delle emissioni di cui ci stiamo occupando è stata effettuata anche una valutazione dei rischi impliciti ricondotti poi, per praticità espositiva, a quattro livelli espressi in termini qualitativi: "molto basso", "basso", "medio", "alto".

Con riferimento al rischio di mercato l'analisi empirica⁵ evidenzia che la classificazione delle obbligazioni a cui stiamo facendo riferimento, ordinata per classi di complessità crescente, riflette con una buona approssimazione la gerarchia delle rischiosità. Si va infatti da un rischio di mercato di facile apprezzamento e limitato per le obbligazioni ordinarie *plain vanilla*, ad uno basso per le *step up/down* e le *callable*, ad un rischio medio per le strutturate *stochastic interest* ed infine ad un rischio "alto" per le strutturate indicizzate di tipo *index linked* e per le miste.

Più problematica si presenta la trattazione del rischio emittente non soltanto per le ben note problematiche di tipo metodologico e per la mancanza in alcuni casi di riscontri affidabili nei dati di mercato, ma anche più in generale per le riserve che vengono espresse da chi ritiene che abbia poco senso valutare il rischio emittente di operatori sottoposti nel continuo a vigilanza prudenziale. Per cercare di superare almeno in parte queste obiezioni, sono state esplorate tre strade differenti.

Innanzitutto, ove disponibili, sono stati considerati i *rating* di agenzia⁶. Al di là della scarsa reputazione di cui godono in questo momento le agenzie di rating, occorre precisare che in teoria questi indicatori dovrebbero consentire confronti omogenei tra operatori di diversi paesi in quanto incorporano il rischio Paese e, per le banche, una valutazione dei possibili effetti riconducibili alle specificità del regime regolamentare e degli approcci di vigilanza adottati delle autorità di riferimento per pilotare in acque più sicure gli intermediari in difficoltà.

Una modalità alternativa consiste nel desumere il rischio emittente dalle quotazioni dei *credit default swap* (CDS). Nel nostro caso si rileva che il differenziale tra la media delle quotazioni dei CDS delle banche italiane (appartenenti alla stessa classe di *rating Moody's*) e la quotazione del CDS della Repubblica Italiana è molto vicino a zero per rating tra Aa2 ed A1, mentre il mercato esprime un rischio emittente implicito superiore a quello della Repubblica Italiana per *rating* pari ad A2 o inferiori ed in assenza di *rating*. Sembra quindi che il mercato segnali in modo coerente la presenza di un rischio emittente attraverso gli *spread* rispetto ad un tasso *risk free*.

⁵ Condotta facendo riferimento alla volatilità ed al VAR (95% su un mese) costruiti sulla serie storica dei rendimenti mensili delle varie tipologie di obbligazioni.

⁶ Faremo riferimento ai *rating* assegnati da Moody's in quanto tale agenzia copre quasi tutte le principali banche italiane. La scala dei giudizi utilizzata è la seguente: Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2, A3.

Con riferimento ad una possibile lettura del rischio emittente attraverso gli indicatori di mercato, successivamente esamineremo anche le differenze tra gli *spread* sulle emissioni *retail* rispetto a quelli associati ai collocamenti presso gli istituzionali.

Il rischio di liquidità, particolarmente importante per le emissioni obbligazionarie, può assumere connotazioni differenti in funzione delle sedi di negoziazione, della tipologia degli investitori e della dimensione media delle singole emissioni. Più in particolare possiamo individuare quattro differenti situazioni che possono rendere più o meno complessa una sua valutazione. Il caso più semplice è rappresentato dai titoli che sono ammessi alle negoziazioni su mercati regolamentati (MOT) o trattati su EuroTLX (MTF). Vengono poi i titoli per i quali, pur non essendo trattati su questi mercati, sono disponibili quotazioni indicative espresse dai *dealer* e riportate su *Bloomberg* e su *Reuters*; per altre emissioni ancora, sia *Bloomberg* che *Reuters* forniscono indicazioni sul *fair price*. Infine ci sono i titoli per i quali non è possibile trovare utili riferimenti per una valutazione, seppur approssimativa, del rischio di liquidità.

2.5 Nel riassumere brevemente le prime evidenze desumibili dai prospetti con riferimento alle tipologie appena passate in rassegna, va segnalato che per l'81% delle emissioni obbligazionarie il rischio emittente è "molto basso"⁷, mentre è "basso" nell' 8% dei casi e "medio" per l'11%. La situazione appare più diversificata, anche se sostanzialmente non dissimile, per il rischio di mercato; in questo caso troviamo infatti un rischio trascurabile nel 82% dei casi, "basso" nel 8%, "medio" nel 6% e "alto" per il restante 4% delle emissioni.

Raggruppando tutte le emissioni che hanno sia il rischio di mercato sia quello emittente collocato nelle fasce "molto-basso" "basso" troviamo il 79% delle emissioni. Il 17% si colloca invece nelle classi di rischio "medio" (attribuendo tale livello anche alle emissioni delle aziende di credito che non hanno *rating*), mentre solo il 4% presenta un rischio "alto".

Associando le percentuali relative alla composizione delle obbligazioni per tipologia con quelle riferite ai diversi livelli di rischiosità (di mercato ed emittente), notiamo che l'evidenza empirica⁸ a cui si sta facendo riferimento non sembra smentire l'esistenza di una fascia particolarmente ampia di obbligazioni poco complesse e/o poco rischiose.

⁷ Valore ottenuto attribuendo un livello di rischio medio agli intermediari privi di rating. È questo il caso delle obbligazioni emesse dalle banche di credito cooperativo. In proposito si ricorda che quelle che aderiscono a Federcasse sono coperte da un fondo di garanzia consortile, su base volontaria, "unfunded" che garantisce al sottoscrittore un rimborso fino a 103.000 euro in caso di *default*.

⁸ Per una descrizione accurata delle metodologie di calcolo utilizzate Cfr. R.Grasso, N.Linciano, L.Pierantoni, G.Siciliano (2010).

Qualche cautela in più si impone quando si fa riferimento al rischio di liquidità; seguendo i criteri sopra indicati risulta infatti veramente liquido solo il 30% circa del controvalore complessivo dei titoli destinati alla clientela *retail*, cioè possiamo considerare tali solo quelli ammessi alle negoziazioni. Per gli investitori istituzionali la percentuale sale al 33% in quanto per questi operatori, avendo maggiori possibilità di accesso alle informazioni di mercato, possono essere considerati liquidi anche i titoli per i quali sono disponibili soltanto le quotazioni indicative espresse dai *dealer*.

Per attenuare il rischio di liquidità occorre quindi lavorare ancora molto sulla trasparenza dei prodotti e far crescere il numero delle emissioni ammesse alla quotazione; a questo proposito si ricorda che per i titoli collocati presso il *retail*, i presupposti per un mercato secondario attivo sembrano esistere solo per emissioni superiori ai 100mln di euro.

2.6 Ad integrazione di quanto visto fino a questo punto, esaminiamo ora cosa ci dicono gli *spread* tra i rendimenti offerti alla clientela *retail* e quelli agli investitori istituzionali, rispetto ad un tasso *risk free*. Per le emissioni a tasso fisso il differenziale è stato misurato rispetto ai titoli di stato (BTP) con vita residua simile, mentre per le obbligazioni a tasso variabile si è fatto riferimento all'Euribor.

Utilizzando come *benchmark* il prezzo dei rischi emittente e liquidità che esprime il mercato dei capitali, troviamo che entrambi gli *spread* sono positivi e che i collocamenti presso il *retail* hanno consentito, rispetto a quelli presso gli istituzionali, di ridurre il costo della raccolta *plain vanilla* a tasso fisso (circa il 34% della raccolta *retail*, escluse le subordinate) di un ammontare variabile tra gli 80 e i 200 punti base a secondo del *rating* dell'emittente. Per le obbligazioni a tasso variabile (circa il 39% della raccolta *retail*, sempre escludendo le subordinate) la differenza si colloca tra gli 80 ed i 100 punti base.

Pur riconoscendo la non perfetta comparabilità tra il mercato al dettaglio e quello all'ingrosso, questo confronto sembra evidenziare una più spiccata capacità degli istituzionali di valutare la rischiosità implicita nel titolo. Questo aspetto è particolarmente evidente con riferimento al rischio emittente associato alle obbligazioni *plain vanilla* a tasso fisso e variabile⁹. Infatti, dai dati non emergono soltanto rendimenti impliciti nelle emissioni collocate presso il *retail* più bassi rispetto a quelli per gli istituzionali, ma anche un divario a favore di questi ultimi che si amplia con il peggioramento della classe di *rating* dell'emittente. Ne consegue che, al di là

⁹ Per le emissioni con una opzione *call*, l'effetto sul costo della raccolta è positivo ma modesto; il confronto è comunque poco significativo per la scarsa presenza degli istituzionali in questo segmento. Anche per le subordinate non è per ora possibile ottenere stime affidabili per le poche osservazioni disponibili.

delle differenze tra i due mercati segnalata in precedenza, sia il livello del *gap* sia la sua articolazione per classi di *rating* sono verosimilmente riconducibili ad una valutazione dei rischi che viene fatta valere anche nella fase di formazione delle condizioni contrattuali, a differenza di quanto accade per i sottoscrittori *retail*.

È degna di nota, infine, l'anomalia delle obbligazioni "strutturate", il cui rendimento atteso risulta largamente inferiore a quello dei titoli di stato, sia a causa degli elevati costi impliciti nel prezzo di collocamento sia, in alcuni casi, per il *mispricing* della componente derivativa implicita nel titolo.

L'anomalia appena segnalata può essere giustificata osservando che per le banche l'emissione di un prodotto strutturato comporta normalmente la necessità di gestire con costose coperture i rischi di mercato impliciti nell'operazione con costose coperture. Analogamente è possibile giustificare la differenza tra i rendimenti su un mercato all'ingrosso rispetto a quelli su un mercato al dettaglio ragionando sul diverso livello di costi di collocamento unitari dal lato dell'emittente.

Rimane comunque da spiegare che senso abbia offrire al *retail* un prodotto che rende meno, pur essendo a volte più rischioso, di un titolo di stato; resta inoltre da chiarire come vengono prezzati i rischi di liquidità ed emittente impliciti in molte emissioni destinate a tale segmento, rischi che sembrano invece coerentemente valutati dagli istituzionali.

La domanda non è retorica se si ritiene che la risposta debba andare oltre il riferimento alla diversa forza contrattuale che, nel caso specifico, sembra tutelare maggiormente i clienti istituzionali. Questo sembra essere anche l'orientamento che emerge dal dibattito in Europa su regole e tutela degli investitori *retail*.

3. Tutela degli investitori ed implicazioni operative

3.1 La sollecitazione ad "agire nel miglior interesse del cliente" è presente da tempo nei "considerando" delle direttive europee¹⁰, ma spesso è stata ignorata dalle prassi operative.

Le prime riflessioni sull'urgenza di rafforzare le tutele per gli investitori retail sono nate dall'analisi dei problemi creati dalla opacità dei mercati e dai conflitti di interesse in un periodo caratterizzato da tassi, a breve e a lungo, molto bassi. In questo periodo l'innovazione finanziaria ha contribuito a tale processo portando sul mercato prodotti finanziari complessi¹¹, che hanno esasperato le asimmetrie informative tra datori e prenditori

¹⁰ Parte integrante del *Financial Services Action Plan* del 1999.

¹¹ Derivati, ABS, CDO, *hedge funds*, *alternative investments*, solo per citarne alcuni.

di rischio. Ciò ha di fatto impedito che i processi allocativi del risparmio potessero avvalersi di una corretta rappresentazione di alcuni elementi conoscitivi indispensabili per compiere scelte di investimento consapevoli.

Nel mese di aprile dello scorso anno la Commissione Europea¹² ha segnalato, con una comunicazione, l'urgenza di riconsiderare il tema delle tutele. Dopo aver espresso soddisfazione per la buona tenuta dei mercati in Europa nel corso della crisi, riconducibile anche agli sforzi regolamentari di questi anni, la Commissione invita ad affrontare l'incompletezza e la scarsa omogeneità del quadro normativo esistente, "affinando ed estendendo" l'ambito applicativo delle direttive già in vigore, o in cantiere, per meglio interpretare il "dovere di agire nel miglior interesse del cliente" già presente nella Mifid.

In particolare segnala l'urgenza di mettere in campo un "approccio orizzontale" che estenda i requisiti di trasparenza e correttezza a tutti i prodotti finanziari "complessi" che sono di fatto presenti nei portafogli degli investitori *retail* ed hanno caratteristiche finanziarie simili, indipendentemente dagli intermediari che li hanno originati/prodotti (fondi, aziende di credito, assicurazioni). In prima battuta sono considerati tali i prodotti "assemblati" (*PRIPs: Packaged Retail Investment Products*), quelli cioè che contengono componenti derivative o strutturate che li rendono di difficile comprensione.

Dal sistema di tutele evocato nel documento della Commissione affiorano tre componenti interconnesse necessarie per rafforzare i presidi di trasparenza e correttezza:

- struttura semplificata del prospetto ed individuazione delle informazioni essenziali per renderlo facilmente comprensibile e comparabile¹³
- "*fair, clear and not misleading*" rappresentazione delle complessità nel momento della vendita e tutele rispetto alle possibili distorsioni indotte dai conflitti di interesse legati, ad esempio, ai sistemi incentivanti al collocamento;
- valutazione dell'appropriatezza ("*appropriateness*") e dell'adeguatezza ("*suitability*") del prodotto rispetto alle conoscenze in campo finanziario, alla situazione finanziaria complessiva e all'"*appetito per il rischio*" dell'investitore *retail*.

¹² Questo intervento (Com - 2009 - 204 del 30.04.2009) è stato in parte preceduto da iniziative volte a riconsiderare le direttive *Mifid* e *Prospetto* e ad introdurre regole per i gestori degli *Alternative Investment Funds*; ha inciso inoltre sugli sviluppi della direttiva *Ucits*.

¹³ Tra le informazioni da inserire figurano la misurazione del rapporto rischio-rendimento, gli scenari "*what if*" e l'esplicitazione di costi e commissioni, *duration*, liquidabilità, ecc.

Per far sì che tale impostazione si traduca in un sistema in grado di garantire tutele efficaci (“*a fair treatment of customers*” come dice l’FSA), è necessario che siano verificate alcune condizioni che riguardano sia le scelte gestionali e le conseguenti prassi operative di intermediari e distributori, sia i meccanismi decisionali degli investitori, in particolare di quelli *retail*, le cui scelte possono essere condizionate da difficoltà oggettive e soggettive che si manifestano nel momento in cui vengono effettuate le scelte allocative.

3.2 Con riferimento agli intermediari ed ai distributori l’approccio delineato sollecita precisi interventi, e rinvia a precise responsabilità, del *management* nelle seguenti aree:

- innanzitutto è indispensabile che la scelta di prestare “servizi di investimento” sia declinata tra le opzioni strategiche e gestionali degli intermediari con un riferimento esplicito al fine primario di soddisfare al meglio gli interessi del target di clientela individuato; rispetto a tale scelta devono risultare coerenti gli obiettivi assegnati alla struttura e gli strumenti individuati per raggiungerli. La credibilità di tale orientamento deve trovare coerente riscontro in soluzioni organizzative che evidenzino le responsabilità riconducibili alle funzioni di *governance* ed ai ruoli assegnati a quelle di controllo e *compliance*;
- è necessario che adeguate risorse vengano dedicate alle funzioni di controllo ed alle tecniche di misurazione dei rischi associati ai singoli prodotti o al loro contributo alla rischiosità dei portafogli che li ospitano (modelli per la valutazione ed il monitoraggio dei rischi di mercato, liquidità, emittente e controparte). Gli investimenti in questo settore devono essere proporzionati alla complessità della struttura finanziaria dei prodotti ed alla tipologia del servizio prestato: dalla semplice esecuzione di un ordine alla consulenza. Il ricorso ad eventuali strutturatori esterni non esime comunque l’intermediario dalle responsabilità riconducibili al dovere di conoscenza delle caratteristiche del prodotto, presupposto questo indispensabile perché possano essere comunicate in modo trasparente ed esaustivo ai potenziali investitori per aiutarli a superare eventuali difficoltà cognitive di tipo oggettivo;
- i potenziali conflitti di interesse associati alle modalità di vendita delle reti (campagne prodotto e connessi sistemi incentivanti) devono essere adeguatamente presidiati; è quindi auspicabile la previsione di incentivi legati al grado di soddisfazione della clientela. La “profilazione” di quest’ultima (“conosci il tuo cliente”, test di adeguatezza ed appropriatezza richiesti dalla Mifid) deve essere accurata, monitorata, aggiornata anche in funzione dell’evoluzione del contesto ed affidata a metodologie che minimizzino la presenza di possibili distorsioni;

3.3 Con riferimento agli investitori *retail* vanno approfondite le prassi adottate dagli intermediari per misurare il loro “*appetito per il rischio*”. Il rischio è una componente imprescindibile di ogni contratto finanziario; ad esso gli investitori associano normalmente attese di rendimento, ma non sempre sono consapevoli della possibilità di perdere il capitale investito¹⁴.

Ciò spiega come mai gli eventi di perdita giungano spesso inattesi e siano accompagnati da manifestazioni patologiche quali le crisi di fiducia¹⁵, la corsa agli sportelli o le crisi di liquidità. Tra le motivazioni di tali patologie troviamo componenti non solo oggettive (anomalie nel processo produttivo dei prodotti finanziari, asimmetrie informative, opacità sul versante della distribuzione), ma anche soggettive che qualificano, e possono differenziare, le scelte dei singoli a fronte di un medesimo rischio oggettivo.

Sotto il profilo soggettivo la finanza comportamentale segnala che la misurazione della propensione al rischio degli investitori può risultare significativamente alterata, quindi fuorviante, se non si considera che i meccanismi che accompagnano i processi decisionali dei singoli sono un misto di razionalità ed emotività¹⁶.

Solo dando il giusto peso ad entrambe queste componenti si comprendono gli errori che possono portare, ad esempio, alla scarsa diversificazione e alla eccessiva movimentazione dei portafogli, nonché a percepire la relazione rischio/rendimento come una relazione negativa anziché positiva.

Tra i meccanismi psicologici che più frequentemente allontanano da comportamenti “razionali” troviamo¹⁷:

- *familiarity bias*: si compra ciò che si conosce

¹⁴ Gli individui sono inoltre vittime di errori “di calcolo” delle probabilità, derivanti da deficit cognitivi, e di errori di percezione delle probabilità, derivanti dagli errori cognitivi esplorati dalla finanza comportamentale. Si tratta del cosiddetto effetto certezza: anche quando le probabilità non devono essere stimate ma sono note, gli individui tendono a percepirle in modo distorto ritenendo impossibili, ad esempio, eventi caratterizzati da una probabilità molto bassa. Non è certo, poi, che le misure simmetriche di misurazione del rischio (in primis la varianza) siano quelle che meglio rappresentano il rischio percepito. In sintesi, fattori psicologici ed errori cognitivi possono creare disallineamenti tra la percezione soggettiva e le misure oggettive del rischio.

¹⁵ C.Lucarelli, G.Brighetti (2009), “Qual’è la vera tolleranza al rischio nelle decisioni finanziarie? Il contributo delle neuroscienze in una ricerca empirica”, *Bancaria*, n.12/2009.

¹⁶ Al proposito si è osservato che i questionari usati dai consulenti spesso rilevano la capacità economica degli investitori di sostenere delle perdite piuttosto che la loro tolleranza al rischio.

¹⁷ N.Linciano (2010), “Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail”, *Quaderni di finanza*, n. 66, Consob.

- *overconfidence*: si pensa di avere più informazioni della media, eccessiva sicurezza che spesso induce un'eccessiva movimentazione;
- *hedonic framing*: le scelte vengono fatte per compiacere il proprio narcisismo, ciò porta a trattare le perdite in modo diverso dai profitti¹⁸;
- *disposition effect*: non si è disposti a vendere un *asset* deprezzato per la propensione a rimandare la “monetizzazione” della perdita, comportamento che di fatto concorre ad innalzare inconsapevolmente la propensione al rischio;
- complesso di superiorità: si pensa di essere più capaci della media;
- *attribution bias*: si ricerca una giustificazione esterna pur di non ammettere un errore.

Per affrontare tali anomalie si fa spesso riferimento alla necessità di sviluppare e diffondere la conoscenza dei “fondamentali” su cui si reggono i meccanismi che governano i mercati e che dovrebbero guidare le scelte finanziarie degli operatori. L'educazione finanziaria viene quindi evocata come strumento capace di rispondere alle problematiche trattate nei punti precedenti¹⁹ attraverso la preparazione di risparmiatori in grado di capire, e quindi più attenti e consapevoli nel momento delle scelte.

3.4 Pur condividendo questo orientamento, l'efficacia di tale passaggio necessita alcuni approfondimenti se si vuol evitare che l'educazione finanziaria venga evocata come un rifugio assolutorio in grado di innescare soltanto fragili speranze.

Gli aspetti da considerare possono essere così riassunti:

- innanzitutto occorre ricordare che il rapporto che si stabilisce tra intermediario (produttore o distributore) ed investitore è di tipo fiduciario. È quindi fondamentale che il rapporto principale-agente che si stabilisce, non risulti alterato da opacità indotte dalla complessità dei prodotti e da *bias* comportamentali (nella recente crisi si sono manifestati entrambi questi fenomeni). In presenza di tali distorsioni sarebbe infatti illusorio ritenere che l'educazione finanziaria possa attenuare la necessità di norme rigorose; sarebbe per altro verso sbagliato pensare che si possa affidare la costruzione della fiducia esclusivamente ad un rigoroso ed ingombrante apparato regolamentare;
- in un contesto caratterizzato da processi innovativi che in pochi anni hanno amplificato la complessità dei prodotti finanziari destinati agli investitori *retail*, lo stretto legame tra

¹⁸ Si ricollega all'ipotesi, verificata sperimentalmente, che percepire i guadagni in modo frazionato arreca più soddisfazione rispetto al caso in cui si ricevono in un'unica soluzione, mentre per le perdite varrebbe l'opposto (si “soffre” meno se si subisce una perdita ingente piuttosto che perdite piccole e continue).

¹⁹ P.Legrenzi (2006), *Psicologia e investimenti finanziari. Come la finanza comportamentale aiuta a capire le scelte di investimento*, il Sole 24Ore.

fiducia e trasparenza nel rapporto principale-agente impone, sia di affrontare il tema dell'educazione finanziaria in una prospettiva dinamica, sia di affiancare ad essa un'attività di *investor education* di tipo comportamentale²⁰. Sarebbe auspicabile che di tale esigenza si facessero carico anche gli stessi intermediari, che dovrebbero essere i primi interessati a preservare la fiducia dei loro clienti e tutelarsi così da potenziali rischi reputazionali. In parallelo analoga attenzione dovrebbe essere dedicata alla formazione degli addetti alla prestazione dei servizi di investimento e consulenza in quanto esposti, come i clienti investitori, a possibili *bias* cognitivi e comportamentali;

- la sfida dell'educazione finanziaria va quindi letta solo come una delle componenti di un processo più generale che deve vedere coinvolti soggetti differenti (autorità, operatori, intermediari, risparmiatori) e superate le ambiguità che spesso caratterizzano i rispettivi ruoli (regolamentazione, azioni di vigilanza, *enforcement*, codici di comportamento, funzioni di controllo, sistemi di *governance*). Ciò al fine di riaffermare la centralità del cliente nella prestazione dei servizi di investimento attraverso coerenti prassi operative. A valle di quanto si è visto in questi ultimi anni, tutto questo ha il sapore di una vera rivoluzione culturale.

4. Sviluppi regolamentari: alla ricerca di un compromesso praticabile

4.1 Dai punti precedenti emerge con chiarezza quanto sia problematico, forse illusorio, sperare che gli orientamenti riaffermati con forza dalla Commissione Europea possano tradursi a breve in prassi operative sufficientemente tutelanti per gli investitori *retail*. Con riferimento al ruolo delle Autorità, alimentano le perplessità sia le difficoltà oggettive che si possono incontrare nel verificare nel continuo le coerenze comportamentali di intermediari e distributori, sia un ragionevole scetticismo sulla capacità, prima ancora che sulla volontà, degli intermediari di evitare i *bias* valutativi segnalati dalla finanza comportamentale²¹ che si possono manifestare nel momento in cui vengono tracciati i profili di adeguatezza ed appropriatezza.

Le evidenze raccolte nell'ambito delle verifiche che stanno conducendo le Autorità sulle prime applicazioni della Mifid, confermano tali difficoltà e sollecitano il loro impegno per

²⁰ La sola cultura finanziaria può talvolta esasperare alcuni dei deficit comportamentali già menzionati (*overconfidence*, eccessiva movimentazione del portafoglio, *attribution bias*).

²¹ Su quest'ultimo aspetto alcune recenti ricerche hanno già evidenziato gli errori cui è necessario, e possibile, porre rimedio. Cfr. C.Lucarelli, G.Brighetti (2009).

trovare un bilanciamento tra regole, azioni di vigilanza e sistemi di *enforcement* in grado di garantire in prospettiva un sistema di tutele più robusto e coerente.

4.2 Il dibattito in corso sta cercando di identificare una possibile soluzione tra due visioni differenti:

- da un lato chi propugna la linea del massimo rigore vorrebbe che venissero implementate metodologie rigorose a presidio dei profili richiamati al punto 3. Nel caso specifico si suggerisce di sottoporre tutti i prodotti finanziari al vaglio di metodologie atte a svelarne le complessità e capaci di misurare la scommessa finanziaria implicita, ricorrendo a metodologie “*state of art*” che consentano anche la comparabilità su base omogenea dei diversi prodotti. Analogamente, per tutti i produttori ed i distributori dovrebbe essere valutata la correttezza delle prassi operative e la coerenza sostanziale dei comportamenti rispetto all’esigenza di soddisfare al meglio, ed al riparo da potenziali conflitti di interesse, i bisogni dei clienti. Come già osservato questa esigenza presuppone anche una loro corretta profilazione;
- dall’altro c’è chi sostiene che gli adempimenti appena richiamati sono difficili e costosi da implementare per gli operatori e problematici da controllare per le Autorità. Essendo di conseguenza dubbia l’efficacia e l’efficienza di un approccio che affida al rigore metodologico il compito di tracciare la linea di demarcazione tra ciò che può essere collocato/proposto ad un determinato investitore *retail*, si propone di affidare la tutela degli investitori alla identificazione dei prodotti che, essendo caratterizzati da una struttura finanziaria facile da comprendere e da una bassa rischiosità implicita, possono essere inseriti nel paniere dei prodotti destinabili al *retail* senza particolari adempimenti (“prodotti da banco”). Secondo i sostenitori di tale soluzione, ciò consentirebbe un alleggerimento degli obblighi previsti da alcune direttive già in vigore (tra queste Mifid, Ucits, Prospetto), con conseguente eliminazione di inutili passaggi autorizzativi ed una significativa riduzione della necessità di specifiche azioni di vigilanza da parte delle Autorità.

4.3 La soluzione che si va delineando, a valle dell’invito rivolto dalla Commissione Europea per un approccio orizzontale, si colloca in una posizione intermedia rispetto a quelle appena rappresentate. Si sta infatti discutendo sulla possibilità di estendere gli obblighi di trasparenza e correttezza, adattando quelli già presenti nelle direttive Mifid e Ucits, a tutti i produttori e distributori di prodotti identificati come complessi.

Per il completamento di questo percorso è ragionevole attendersi tempi non brevi sia per la necessità di definire un assetto compatibile con gli sviluppi di Basilea3, sia per la delicata mediazione richiesta per l’estensione della nuova disciplina ad alcuni prodotti assicurativi. Su

tempi e modalità peserà infine la preoccupazione di evitare che le nuove norme possano creare per gli operatori europei condizioni di svantaggio competitivo sui mercati globali.

Ad integrazione delle considerazioni svolte fino a questo punto può essere utile aggiungere alcune sottolineature che aiutano a contestualizzare, in chiave prospettica, le principali tematiche affrontate, tematiche che aspettano risposte coerenti da parte della *business community* e delle Autorità. Per fare ciò è bene richiamare innanzitutto le tipologie di prodotti “assemblati” su cui si sta discutendo, alla luce delle principali evidenze riportate nella prima parte di queste note. Nei documenti in discussione troviamo infatti, tra i prodotti considerati “complessi”, le obbligazioni strutturate, i *covered bonds*, le convertibili e quelle che incorporano forme derivate di vario natura (associate ad esempio ai meccanismi di formazione dei rendimenti); è ancora incerta la collocazione delle *callable* e delle *puttable*²².

Alla luce dell’alta percentuale di emissioni non complesse che abbiamo individuato con l’analisi sui prospetti (si segnala che la nostra definizione di complessità si rifà a metriche diverse da quelle usate per i PRIPs, non è quindi ad essa direttamente comparabile), appare evidente che la scelta di andare sul mercato con prodotti complessi non sia giustificata dalla mancanza di strade alternative per rispondere alle necessità di *funding* delle nostre banche, come invece a volte si vuol far credere. Per altro verso gli stessi dati fanno intravedere le

²² Riportiamo di seguito i prodotti menzionati in un recente documento del CESR (CESR/09-814, november 2009 “CESR’s report on Packaged Retail Investment Products”).

Tra gli *included* troviamo: (1) *Structured investments issued under the form of bonds and other forms of securitised debts or structured term deposits (both capital guaranteed and not capital guaranteed)*. (2) *ABS; CDO; covered bonds*. (3) *Derivatives*. (4) *Convertible shares and bonds*. (5) *UCITS including ETFs and those providing capital protection/guarantees; non-UCITS funds including ETF and those providing capital protection/guarantees*. (6) *Warrants; covered warrants*. (7) *Other legal structures that have so-called ‘open architecture’, allowing consumers to get indirect exposure to funds and other assets through another product*. (8) *Unit linked; index linked; with-profits life insurance and other traditional life insurance investment products (even where they involve capital guarantees); hybrid life insurance products (combining, for example, unit-linked life insurance elements with investments in traditional insurance Funds)*.

Tra i *not-included*: (1) *Cash; Savings accounts*. (2) *Shares*. (3) *Depositary receipts for shares or bonds; Certificates of deposits*. (4) *Treasury*. (5) *Bills/government bonds*. (6) *Ordinary (‘plain vanilla’ or ‘traditional’) bonds*. (7) *Subordinated bonds. (Commercial papers, pure insurance products (insurance against unexpected events, death, casualty etc.), also known as pure protection products; annuities; mortgages and loans; a pure wrapper; Sports spread betting*. (8) *Callable and puttable bonds*.

condizioni per ragionare su percorsi semplificati per l'accesso al mercato di un consistente numero di prodotti non complessi e poco rischiosi; va comunque ricordato che tali percorsi non potranno ignorare il problema della loro "liquidabilità"²³ e la necessità di garantire maggiore trasparenza su *pricing*, costi, oneri e rendimenti.

Con riferimento al dibattito in corso occorre considerare che, mentre da un lato la normativa pare orientata a circoscrivere il perimetro di possibili "prodotti da banco", dall'altro la sollecitazione ad innalzare il livello delle tutele per gli investitori *retail* rappresenta un forte invito agli intermediari a valutare attentamente il ruolo che intendono attribuire nei loro piani strategici e gestionali alla prestazione dei servizi di investimento. Sullo sfondo troviamo il richiamo alla necessità di declinare in modo non equivoco i servizi che ci si impegna a garantire ai clienti (equivoci che spesso si incontrano, ad esempio, nella definizione del servizio di consulenza) da cui dovranno discendere, come già in precedenza osservato, coerenti prassi gestionali sottoposte ad un rigoroso presidio dei potenziali conflitti di interesse e rese credibili da adeguati investimenti nei sistemi di controllo, in risorse e metodologie.

Le scelte di fondo appaiono ormai condivise, anche se è ancora presto per prefigurare la soluzione che prenderà forma a livello europeo e prevedere i tempi necessari per realizzarla. Di tali orientamenti è comunque opportuno che gli intermediari siano consapevoli nel momento in cui si apprestano a pianificare il loro futuro. È infatti condivisa la convinzione che, a differenza di quanto accadeva in passato, all'attività di raccolta e gestione del risparmio non possa più essere assegnato un ruolo prevalentemente servente rispetto alle esigenze di *funding* (raccolta per finanziare gli impieghi) o di gestione della liquidità (nell'ambito delle problematiche associate alla trasformazione delle scadenze) e nemmeno essere surrettiziamente indirizzata al rafforzamento dei *ratio* patrimoniali.

²³ Questo tema è stato affrontato dalla Consob con la comunicazione sugli "illiquidi" Comunicazione n. DIN/9019104 del 2-3-2009 "Livello 3 - Regolamento Intermediari - Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi".