

PARTE SECONDA
DIRITTO PRIVATO REGOLATORIO
E DISCIPLINA DEI MERCATI

IL MERCATO BANCARIO

Umberto Morera

Irrazionalità del contraente investitore e regole di tutela

1. Quando nella fase preparatoria di questo interessante convegno dedicato al contraente irrazionale ho ricevuto l'incarico di svolgere, nell'ambito della sessione dedicata al «*Diritto privato regolatorio e disciplina dei mercati*», un intervento avente ad oggetto il «*mercato bancario*», sono subito andato a verificare quali fossero gli altri mercati oggetto di intervento e, con una certa sorpresa, ho constatato che era stato previsto anche un distinto intervento dedicato al «*mercato finanziario*», affidato ad Andrea Guaccero.

Invero la sorpresa non era tanto consistita dall'aver trovato considerato il mercato finanziario, quanto dall'aver trovato considerato quello bancario.

Difatti, studiando da tempo i profili di irrazionalità dei risparmiatori e degli investitori, ho avuto modo di appurare come il mercato bancario – volendolo considerare in senso stretto, distinto da quello finanziario – rappresenti terreno del tutto trascurato dagli studiosi della c.d. finanza comportamentale (*Behavioral Finance*).

Fortunatamente, Andrea Guaccero è un amico e mi ha concesso l'autorizzazione ad effettuare un'incursione (concordata) nell'area tematica a lui affidata. Per farmi perdonare, prometto comunque uno spunto sul mercato bancario *in cauda* (senza veleno) a questo intervento.

2. Ora, visto che la nostra sessione si intitola «*Diritto privato regolatorio e disciplina nei mercati*» – ove il *focus* è posto per ben due volte sulle regole – va subito rilevato che, in questo settore, l'attuale normativa risulta fondamentalmente tutta incentrata sulla funzione di *tutela* dell'investitore, del risparmiatore, del cliente *retail* dell'intermediario.

La logica che ha ispirato tale disciplina sin dall'inizio degli anni '90 è

essenzialmente fondata (anche) sul convincimento che il comportamento dell'investitore sia sempre diligente e razionale. Ed è partendo da questo centrale, ma indimostrato, presupposto che il legislatore ha costruito un sistema di tutela dell'investitore tutto fondato sull'*informazione*, peraltro di estremo dettaglio.

Il criterio portante di tutta la normativa dettata a tutela dell'investitore si potrebbe riassumere in questo semplice concetto: laddove c'è un'informazione completa e dettagliata sussiste anche una piena tutela per l'investitore.

La disciplina, fondamentalmente, è poi costruita su un duplice dovere dell'intermediario: *i*) quello di acquisire dall'investitore ogni informazione strumentale ad una piena conoscenza dell'investitore stesso (gli elementi del suo patrimonio; le sue precedenti esperienze nel settore finanziario; la sua propensione al rischio; la sua cultura economica; le sue caratteristiche personali); *ii*) quello di fornire all'investitore una dettagliata informazione per fargli conoscere chi è l'intermediario stesso, quali sono i possibili strumenti finanziari offerti sul mercato, quali sono le strategie di investimento, quali i rischi, quali i costi dell'operazione che sta compiendo. Si tratta, quindi, di un'informazione a doppia direzione.

Il tutto, nel rispetto della forma scritta, con previsioni imperative concernenti il contenuto del contratto ed essenzialmente incentrando poi la forma e il contenuto sempre sul doppio binario dell'informazione, quasi che questo doppio binario sia l'unico idoneo a porre il contraente investitore al riparo dai rischi dell'investimento e, conseguenzialmente, l'intermediario al riparo da responsabilità nel caso in cui l'investimento non si riveli produttivo, non vada bene.

Questo sistema di regole, che qui ho molto sintetizzato, a mio parere ha finito per affermare, soprattutto in giurisprudenza – sin dagli anni '90, ma adesso più che mai – una sorta di pericolosa equazione: laddove si sia verificata una perdita nell'investimento e risulti (provato) un *deficit* informativo, l'intermediario risponderà della perdita poiché, se tutte le informazioni fossero state corrette e complete l'investitore non avrebbe effettuato quell'operazione, non avrebbe corso quel rischio ed infine non avrebbe subito quella perdita.

Questa equazione, che ormai è nella mente dei magistrati, oltre che pericolosa, appare anche un po' perversa.

3. Come detto, la logica che ha tradizionalmente ispirato il sistema di tutela che ho appena descritto è incentrata sull'assunto presupposto che

il comportamento dell'investitore sia in principio diligente e soprattutto *razionale*.

A ben vedere, questo sistema di tutela, tutto fondato sull'informazione dettagliata, potrebbe anche funzionare ed essere equo ed efficiente sul piano dei rimedi e delle sanzioni, se effettivamente tutte le informazioni venissero fornite; se tutte le informazioni, una volta fornite, venissero lette; se, una volta lette, le informazioni venissero comprese, percepite e ricordate; e se infine, una volta fornite, lette, comprese, percepite e ricordate, venissero poi posti in essere conseguenti comportamenti razionali di investimento.

I risultati degli studi svolti nell'ambito della *finanza comportamentale*, di cui finalmente si sta tenendo conto anche in Italia¹, dimostrano tuttavia come i comportamenti dell'uomo di fronte ad una scelta economica non siano quasi mai razionali, risultando al contrario influenzati da continui errori di ragionamento e di preferenze.

Questi errori sono indotti dai c.d. *bias* (pre-giudizi, sviluppati sulla base delle informazioni possedute e non necessariamente corroborati da elementi logicamente connessi, che influenzano le scelte individuali sotto il profilo emotivo e della percezione) e dalle c.d. *euristiche* (scorciatoie mentali, che consentono di assumere decisioni di fronte a problemi complessi o ad informazioni incomplete)².

¹ In Italia, gli studi scientifici sull'argomento iniziano a diffondersi. Mi limito qui a ricordare: U. RIGONI, *Finanza comportamentale e gestione del risparmio*, Torino, Giappichelli, 2006; P. LEGRENZI, *Psicologia e investimenti finanziari*, Milano, 24ore, 2006; N. LINCIANO, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, in *Quaderni di finanza della Consob*, 2010, n. 66; AA.VV., *La finanza comportamentale e le scelte di finanziamento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le autorità*, Atti del Convegno Consob – Luiss, Roma, 4 giugno 2010, in *Quaderni di finanza della Consob*, 2011, n. 68; U. MORERA, *Legislazione razionale versus investitore irrazionale: quando chi tutela non conosce il tutelato*, in *AGE*, 2009, p. 77; nonché tutti i saggi pubblicati in U. MORERA e F. VELLA (a cura di), *Finanza comportamentale. Investitori a razionalità limitata*, in *AGE*, 2012, n. 1. Su di un piano più generale, cfr. R. CATERINA (a cura di), *I fondamenti cognitivi del diritto. Percezioni, rappresentazioni, comportamenti*, Milano, Mondadori, 2008; C. BONA e G. RUMIATI, *Psicologia cognitiva per il diritto*, Bologna, Il Mulino, 2013. Vale infine ricordare sia il convegno «Scelte di investimento e regole di tutela. Il ruolo della finanza comportamentale tra economia, psicologia e diritto», tenutosi in Milano in data 30 novembre 2010 ed organizzato dall'Associazione Disiano Preite e dalla Consob, sia il convegno «La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le autorità», tenutosi in Roma in data 4 giugno 2010 ed organizzato dalla Luiss-Guido Carli e dalla Consob.

² Ad esempio l'euristica della *rappresentatività*, per cui si tende ad attribuire caratteristiche simili a prodotti simili, spesso ignorando informazioni che dovrebbero far pensare il con-

La letteratura ha inventariato tali *deficit* comportamentali e gli stessi possono ormai considerarsi ‘codificati’: *ancoraggio*, *aggiustamento*, *effetto dotazione*, *conto mentale*, *ipersicurezza*, *autoattribuzione*, *rappresentatività*, *disponibilità*, *effetto contesto*, *istinto gregario*, ecc., sono ormai veri e propri ‘prototipi’ dell’agire umano in campo economico che non possiamo più ignorare.

Ma nel regolare i fenomeni dell’investimento finanziario *retail* – e quindi nel dettare le discipline *a)* degli obblighi di comportamento, *b)* dei diversi profili di responsabilità, *c)* delle possibili sanzioni – il legislatore non sembra invero aver considerato nella loro giusta dimensione le numerose variabili che caratterizzano le azioni (e le reazioni) dell’uomo di fronte alle informazioni, ai rischi, al denaro, ai guadagni ed alle perdite.

Sembra in definitiva mancata *ab origine*, nell’approccio culturale del legislatore (ad ogni livello: comunitario, nazionale, regolamentare), la piena consapevolezza dell’esistenza di tutte le diverse componenti emotive e di (ir)razionalità dell’investitore.

Quali profili andrebbero invece utilmente considerati?

4. Un primo e generale aspetto del comportamento umano, poco considerato dal nostro regolatore, è quello relativo alle conseguenze negative derivanti dall’eccesso di informazione.

Mi piace citare, tra i molti, l’esperimento cognitivo che vede contrapposti due gruppi omogenei di persone, ai quali viene mostrata una diapositiva sfocata rappresentante un oggetto non riconoscibile. Al primo gruppo, la risoluzione dell’immagine è aumentata in una sequenza di dieci passaggi; mentre al secondo gruppo, soltanto in cinque. Posti di fronte alla stessa identica immagine (ad esempio: sesto passaggio per il primo gruppo e terzo passaggio per il secondo gruppo), i membri del gruppo che ha avuto meno passaggi di messa a fuoco riconosceranno prima degli altri l’oggetto rappresentato.

La morale è chiara: più informazioni riceviamo, più il nostro cervello formula ipotesi durante il percorso di selezione e meno «vede» ciò che realmente abbiamo di fronte. È ormai dimostrato, a livello di sperimentazione cognitiva, che una quantità di maggiori informazioni, rispetto ad una minore,

trario; ovvero l’euristica della *disponibilità*, per cui si tende a stimare la probabilità di un evento sulla base della vividezza e dell’impatto emotivo di un ricordo, piuttosto che sulla probabilità oggettiva; o ancora l’euristica dell’*ancoraggio*, per cui se si deve dare una stima di probabilità di un evento, essa è sistematicamente influenzata da un termine di paragone.

non migliora affatto la capacità di diagnosi delle possibili opzioni che devono essere fatte dopo l'acquisizione delle informazioni; tutt'altro. Ed ovviamente questo vale non soltanto per le informazioni relative agli oggetti rappresentati in fotografia, ma anche e soprattutto per le informazioni relative ai nostri possibili investimenti.

In definitiva, per dirla con Nassim Taleb³, «*l'informazione fa male alla conoscenza*»! Ma in verità il nostro regolatore soltanto da poco sembra aver iniziato a prendere coscienza di ciò

5. Oltre all'aspetto relativo all'eccesso di informazione, vi è poi quello relativo alla *tipologia* di informazione; alla diversa percezione che l'uomo ha della parola *letta*, rispetto alla parola *ascoltata*.

I modelli di percezione e di apprendimento ormai radicati nelle nostre menti da millenni (ricordo che, nella prospettiva dell'evoluzione antropologica, noi non abbiamo mai letto) si fondano sul fatto che davanti a noi ci sia una persona, con la sua voce, le sue espressioni, le sue emozioni. È il motivo per cui i nostri bambini apprendono frontalmente davanti a un maestro ...

Secondo uno studio effettuato nel 2003 le persone ricordano circa tre volte di più quello che *sentono* rispetto a quello che *leggono*. Per la psicologia cognitiva, il vecchio brocardo *scripta manent, verba volant* (di chiara matrice giuridico-formale) dovrebbe in verità invertirsi, dovendosi recitare più correttamente come *verba manent, scripta volant*⁴.

Questo fa sì, nella prospettiva della traduzione di questi concetti sul piano regolatorio, che il legislatore, nel disciplinare il momento della scelta dell'investimento, dovrebbe considerare – non so ancor bene come e quanto; ma comunque di certo non ignorare – le caratteristiche personali (età, sesso, cultura, esperienza) della persona, normalmente un dipendente dell'intermediario, che 'parla' con l'investitore.

Non sembra tuttavia che venga data particolare rilevanza a questo profilo. Il legislatore ha diviso in *classi* gli investitori: controparti qualificate, clienti professionali, clienti al dettaglio, riconoscendo poi loro crescenti

³ N. TALEB, *Il cigno nero*, Milano, il Saggiatore, 2008, p. 158 ss.

⁴ In una recente indagine apparsa sul quotidiano *La Repubblica* del 7 novembre 2012, è peraltro emerso che l'80 per cento delle persone che effettuano investimenti finanziari si fida completamente del suo interlocutore, non reputando necessario leggere la documentazione contrattuale; così come il 60 per cento ha il coraggio di ammettere di non aver mai letto nulla di relativo al rapporto di investimento che ha effettuato.

livelli di tutela; ma non ha fatto altrettanto con le persone che lavorano all'interno delle strutture dell'intermediario, non ha preteso effettivi e diversificati livelli di esperienza, di età, di linguaggio e di equilibrio.

Se l'intermediario incarica un rampante ventisettenne (magari aduso all'utilizzo di frequenti termini finanziari in lingua inglese) di illustrare un prodotto finanziario ad un cliente settantenne, l'incontro generazionale non potrà mai funzionare; laddove invero, alla prova dei fatti, soltanto una persona adulta sarà in grado di parlare al cliente settantenne, spiegandogli le cose in modo che costui le capisca effettivamente.

Le persone che indirizzano, consigliano e negoziano le scelte di investimento non ricevono un'attenzione, da parte del legislatore, che miri a richiedere loro livelli di esperienza e di 'compatibilità' crescenti al crescere del grado di tutela che si vuole riconoscere all'investitore. Oggi, di fatto, chiunque può informare l'investitore; e questo, nella ridetta logica del preminente apprendimento «vocale», appare un grave *deficit* della regolamentazione in materia.

6. Un altro dato da tenere sicuramente in debito conto, per un'equilibrata regolamentazione di questa materia, è costituito dalla diversa percezione che l'investitore ha dei *guadagni* rispetto alle *perdite*. È stato infatti accertato, nell'ambito di esperimenti ormai collaudati di risonanza magnetica funzionale, che zone completamente differenti del nostro cervello si attivano immediatamente di fronte ai guadagni e di fronte alle perdite, provocando emozioni (gioia in caso di guadagno; dolore in caso di perdita).

In particolare, è stato accertato che l'intensità dell'emozione (ed il suo 'fissaggio' nella memoria) in caso di perdita è di circa due volte e mezzo superiore a quella provocata dal guadagno. Come a dire: quando perdo 100 soffro 2,5; quando vinco 100 gioisco 1.

Dal che deriva che se una persona investe 100 euro e poi li perde, per sentirsi (emotivamente) in pareggio non dovrà recuperarne 100 (come logica razionale imporrebbe), bensì 250.

Con l'aggravante che è stato poi appurato che le persone, in genere, tendono ad assumersi rischi maggiori qualora si tratti di recuperare una perdita subita; il che, almeno in una prospettiva di ottimale tutela dell'investitore, dovrebbe indurre il regolatore a considerare in modo assai differente l'investitore di fronte ad una determinata prospettiva di rischio a seconda che costui provenga da una precedente perdita, ovvero da una vincita o da una situazione neutra.

La c.d. *propensione al rischio* – rilevante sul piano della disciplina

(anche vigente) – di chi proviene da una perdita è quindi di gran lunga maggiore rispetto a quella di chi proviene da un guadagno ...; ma le attuali schede sul profilo di rischio non sembrano considerare minimamente le due diverse ipotesi.

7. Un ulteriore profilo che dovrebbe rilevare per i regolatori è quello del differente valore che le persone tendono a dare ai soldi in relazione alla loro oggettiva *quantità*.

È noto l'esempio per cui se un prodotto immediatamente acquisibile (ad esempio una bottiglia di buon vino), in un negozio costa 20 euro e lo vendono a 300 metri di distanza a 10 euro, la comune tendenza è cambiare negozio e comprare la stessa bottiglia a 10 euro invece che a 20. Se però un prodotto (ad esempio un impianto *hi-fi*) viene venduto in un negozio a 2900 euro e lo vendono, a poca distanza, a 2888 euro, con un risparmio quindi di 12 euro, la comune tendenza è quella di non spostarsi affatto; anche se il risparmio reale, rispetto al primo esempio, è addirittura maggiore. Detto comportamento umano è totalmente irrazionale: perché mai si percorrono trecento metri per risparmiare 10 euro e non si percorrono gli stessi trecento metri per risparmiarne 12? Perché la percezione del *vantaggio* è assolutamente diversa in relazione alla *quantità*; il che ben dimostra come il potenziale risparmio non venga avvertito e percepito in termini assoluti, come sarebbe logico e razionale, bensì in termini relativi, percentuali, rispetto alla spesa.

E tali considerazioni dovrebbero forse indurre a ritenere, in un'ottica di disciplina ottimale, che ad investimenti quantitativamente diversi debbano corrispondere prospettive di tutela tra loro differenti.

8. Ma se tutti gli errori e le distorsioni cognitive che ho sommariamente descritto risultano incompatibili con il paradigma classico della razionalità delle scelte economiche, gli stessi sono pur tuttavia *tipici* e assolutamente *prevedibili*, in quanto conseguenti a precisi fattori biologici e cognitivi dell'essere umano (Daniel Kahnemann ha parlato addirittura di una possibile precisa «mappatura delle irrazionalità»).

Nella coscienza di questa prevedibilità delle distorsioni irrazionali, si sta comunque pian piano radicando, anche presso i regolatori (Consob e Banca d'Italia su tutti), il convincimento che sia necessario iniziare a predisporre

meccanismi e tecniche di identificazione, limitazione o correzione degli errori cognitivi e comportamentali.

E questo è senza dubbio un bene. Ma occorre comunque fare attenzione.

Sono stato forse tra i primi, qualche anno fa, ad evidenziare con forza la necessità di un dialogo tra giuristi, economisti e psicologi e, soprattutto, di una sensibilizzazione dei regolatori in merito ai risultati cui sono pervenuti gli studi di finanza comportamentale. Ma con altrettanta forza sottolineo oggi come qualsiasi intervento di tutela in sede di regolazione non dovrebbe mai prescindere dal fondamentale principio per il quale, nel nostro ordinamento, ciascuno è libero di disporre del proprio patrimonio ed è pertanto tenuto a sopportare le conseguenze delle proprie scelte di investimento e disinvestimento.

Voglio dire, in altre parole, che gli sforzi della regolazione debbono sì spingersi quanto più avanti possibile nel fornire assistenza agli investitori nell'assunzione delle proprie scelte economiche e nel fornire loro un'efficace tutela quando tali scelte risultino manipolate da terzi; ma questo non può finire col comportare una totale 'deresponsabilizzazione' dell'investitore in relazione alle conseguenze delle sue scelte, magari attraverso l'utilizzo di indiscriminate regole di indennizzo o di responsabilità oggettiva.

Una regolazione così strutturata, oltre a minare il corretto funzionamento del mercato, finirebbe per aggravare i profili di *ipersicurezza* dei soggetti, paradossalmente determinando l'emersione di loro errori di ragionamento o di preferenza.

La soluzione ottimale va a mio avviso individuata nell'ambito delle tecniche legislative di c.d. «paternalismo libertario», ormai note come «spinte gentili» (*nudge*)⁵, le quali virtuosamente 'inducono' alla scelta meno rischiosa, senza al contempo comprimere la libertà del soggetto di scegliere.

Non sarei invece favorevole ad interventi regolatori di 'paternalismo non libertario', come ad esempio il divieto di (vendere o acquistare) determinati prodotti. Interventi siffatti finirebbero per danneggiare in principio quei soggetti capaci di evitare errori cognitivi e, soprattutto, presupporrebbero che il regolatore non incorra, esso stesso, in errori cognitivi e di preferenza (sui soggetti e sui prodotti); il che non è, posto che risulta ormai dimostrato come assai spesso il regolatore agisca anch'esso con caratteri di irrazionalità. Insomma, come ha ben detto Francesco Vella⁶, alla strategia

⁵ Su queste tematiche, fondamentale, ed ormai classico, è il saggio di R. H. THALER e C. R. SUNSTEIN, *Nudge. Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness*, New Heaven, Yale University Press, 2008 (trad. it. *Nudge. La spinta gentile. La nuova strategia per migliorare le nostre decisioni su denaro, salute, felicità*, Milano, Feltrinelli, 2009).

⁶ F. VELLA, *La finanza è bella: regole per viverla meglio*, in *AGE*, 2012, p. 222.

dello «spintone», va senz'altro preferita la strategia della «spintarella».

9. I problemi aperti sono davvero tanti, e non posso qui trattarli tutti. Posso comunque perlomeno velocemente 'inventarli' in ordine sparso, al fine di fissare alcuni profili da approfondire in futuro.

Innanzitutto, occorre considerare le componenti di irrazionalità presenti nell'agire dei *consulenti finanziari*, i quali rappresentano spesso i veri e propri anelli di congiunzione tra l'investitore ed il rischio che lo stesso può correre⁷; così come anche appare necessario valutare, analizzare e limitare, quanto più possibile, l'irrazionalità dei *giudici* nell'istruire e nel decidere le diverse fattispecie litigiose in materia di investimenti⁸.

In secondo luogo, appare necessario ritagliare e 'modulare' il più appropriatamente possibile l'*educazione finanziaria* sulla variegata platea degli investitori, senza cedere alla pericolosa tentazione di proporre regole 'buone per tutti'; così come del pari è necessario contrastare il più efficacemente possibile le *tecniche manipolative* che, sempre più, condizionano i comportamenti degli investitori.

Infine, occorre a mio avviso ripensare completamente al fattore '*tempo*' delle scelte finanziarie, poiché è ormai provato che il tempo breve aziona meccanismi mentali di scarsa analiticità del ragionamento e delle valutazioni (ben note, del resto, le tecniche di *marketing* intese a limitare i tempi di acquisto o di scadenza di un'offerta di sconto); così come appare necessario ripensare completamente i '*linguaggi*', che se oggi forse 'informano', di certo non 'spiegano'.

Nell'affrontare queste complesse tematiche, il regolatore (primario e secondario) potrebbe utilmente giovare degli insegnamenti della finanza comportamentale; ma nel far questo non deve aver paura. Parafrasando Lars Svendsen⁹, per una valutazione completa del rischio, non bisogna guardare soltanto ai possibili effetti dannosi insiti in una nuova regola: bisogna guardare anche ai possibili effetti negativi derivanti dal non usarla.

⁷ In argomento, N. LANCIANO, *La consulenza finanziaria tra errori di comportamento e conflitti di interesse*, in AGE, 2012, p. 135.

⁸ In argomento, C. BONA, *Sentenze imperfette. Gli errori cognitivi nei giudizi civili*, Bologna, Il Mulino, 2010.

⁹ L. SVENDSEN, *Frykt*, Oslo, Universitetsforlaget, 2007 (trad. it. *Filosofia della paura. Come, quando e perché la sicurezza è diventata nemica della libertà*, Roma, Castelvecchi, 2010).

10. Concludo con il promesso spunto sul mercato bancario (in senso stretto).

Come rilevavo all'inizio di questo intervento, nell'ambito degli studi di finanza comportamentale il mercato bancario è praticamente assente; rappresentando terreno del tutto trascurato dagli studiosi.

In quel peculiare segmento di mercato sussistono tuttavia a mio avviso notevoli margini di possibili analisi *Behavioral*, soprattutto laddove si vadano a valutare criticamente sia gli atteggiamenti (irrazionali) del cliente richiedente l'affidamento sia, specularmente, quelli della banca concedente nel momento della valutazione del merito creditizio. Le evidenze empiriche dimostrano infatti come molto spesso si richiedano e si concedano prestiti ed agevolazioni creditizie in maniera del tutto irrazionale.

Questo profilo di indagine è interessante e delicato, coinvolgendo peraltro anche aspetti di carattere penale (art. 137, t.u.b.), e merita attenta riflessione.