

*La centralità dell'informazione nella relazione intermediario-cliente.  
I riflessi dei deficit cognitivi e dei bias comportamentali degli individui sul corretto adempimento degli obblighi previsti dal quadro normativo e regolamentare di riferimento*

*1. Introduzione*

La tutela dell'investitore si fonda su un articolato insieme di previsioni normative e regolamentari che curano la relazione intermediario-cliente sia attraverso obblighi di condotta e organizzazione a carico dell'intermediario, sia attraverso una complessa disciplina del flusso informativo biunivoco tra l'intermediario ed il cliente. Tali presidi mirano entrambi a garantire che l'intermediario renda i propri servizi nel miglior interesse dell'investitore e che la relazione tra i due soggetti sia trasparente.

In sede di prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafoglio, in particolare, gli intermediari sono tenuti, in primo luogo, a raccogliere tutte le informazioni necessarie a profilare correttamente i propri clienti, in modo da servire i loro interessi in maniera adeguata e, in secondo luogo, ad offrire all'investitore adeguata informativa circa i servizi e gli strumenti finanziari offerti.

Entrambi questi aspetti dell'operatività dell'intermediario si connotano per profili di particolare delicatezza e criticità che derivano dai deficit cognitivi e dai *bias* comportamentali degli individui.

Gli studi e le evidenze empiriche dei ricercatori di finanza comportamentale confermano, infatti, che in occasione di scelte complesse quali quelle in condizioni di incertezza, e in particolare di investimento, le scelte degli individui contravvengono sistematicamente alle ipotesi alla base della

---

\* CONSOB, Divisione Studi. Il presente intervento riprende i temi sviluppati in *La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario*, Discussion paper CONSOB n. 4 e in *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. Le opinioni espresse sono personali e non impegnano in alcun modo l'Istituzione di appartenenza.

teoria economica classica che vorrebbe gli investitori perfettamente razionali.

Un quadro normativo fondato sull'ipotesi della razionalità degli individui, dunque, non potrà rivelarsi pienamente efficace nel tutelare persone che, nelle proprie decisioni finanziarie, sono condizionate – anche inconsapevolmente – dai propri limiti cognitivi e comportamentali.

I margini di intervento per rendere più efficaci gli strumenti individuati dal legislatore a tutela dell'investitore sono ampi. La Commissione europea e alcuni regolatori europei hanno già adottato iniziative che, alla luce delle indicazioni della finanza comportamentale, muovono in questa direzione.

Di seguito, si illustreranno brevemente alcune delle norme tese alla tutela dell'investitore; in particolare si farà riferimento agli obblighi in tema di valutazione dell'adeguatezza e *Disclosure* dei fondi comuni d'investimento. Successivamente si esporranno sinteticamente i principali contributi della finanza comportamentale in materia di profilatura degli investitori e comprensione dell'informativa finanziaria, nonché le iniziative della Commissione europea e di alcuni *Securities Regulators* che da questi traggono ispirazione.

## *2. La tutela dell'investitore. Il quadro normativo di riferimento*

Lo sviluppo di un servizio di intermediazione finanziaria reso nel miglior interesse del cliente costituisce la concreta traduzione del modello di servizio immaginato dal legislatore comunitario. L'effettiva adesione allo spirito della Direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (cosiddetta Direttiva MiFID<sup>1</sup>) richiede, infatti, agli intermediari il passaggio da una logica imperniata sulla vendita del singolo prodotto finanziario a un modello di relazione con il cliente fondato su un rapporto duraturo e solidi legami fiduciari.

Presupposto imprescindibile affinché l'attività d'intermediazione sia efficacemente tesa ad instaurare un rapporto di fiducia con il cliente, è il rispetto sostanziale delle regole di condotta previste per i soggetti abilitati alla prestazione dei servizi d'investimento.

L'impianto di tali regole si articola su una struttura a due livelli: sul primo si collocano i criteri generali (art. 21 t.u.f.<sup>2</sup>) e le norme sugli incentivi (art. 52 del Regolamento CONSOB recante norme di attuazione del

---

<sup>1</sup> Dir. 2004/39/CE.

<sup>2</sup> D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58.

d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari, di seguito RI), sul secondo le regole di dettaglio, graduate in base alla tipologia di servizi e di clienti, ossia le norme relative ai contratti (art. 23 t.u.f.) e quelle in tema di adeguatezza, appropriatezza e *Best Execution* (artt. 39 e ss. RI). Tali regole sono complessivamente volte a tutelare l'investitore e, dal punto di vista macroeconomico, a garantire la corretta allocazione del risparmio e l'efficienza dei mercati finanziari.

L'articolo 21 del t.u.f., in particolare, oltre a richiamare i principi generali di correttezza, diligenza e trasparenza, prevede espressamente per l'intermediario gli obblighi di 'servire al meglio l'interesse dei clienti' e di 'acquisire, le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati'.

In conformità alle lettere *b)* e *c)* del primo comma della norma in esame, la relazione intermediario-cliente si fonderà, dunque, sulla massima trasparenza e su un flusso informativo biunivoco in cui l'intermediario, da un lato, acquisisce dal cliente le informazioni necessarie ai fini dell'applicazione selettiva delle regole di dettaglio e, dall'altro, offre al cliente comunicazioni chiare, corrette e non fuorvianti (così come meglio identificate agli artt. 27 e 28 del RI), affinché questi, compresi la natura del servizio di investimento fruito e i rischi connessi, possa compiere scelte di investimento consapevoli.

### *2.1 La profilatura del cliente ai fini della valutazione dell'adeguatezza*

Tra le citate regole di dettaglio, le norme in tema di adeguatezza ricoprono un ruolo di primaria importanza. La Direttiva MiFID e gli articoli 39 e ss. del RI, che recepiscono le previsioni comunitarie di primo e secondo livello, stabiliscono che, nella prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafoglio, gli intermediari devono raccogliere dal cliente le informazioni necessarie a valutare che i prodotti o le operazioni consigliate soddisfino i seguenti criteri: a) corrispondano agli obiettivi di investimento del cliente; b) siano di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento; c) siano di natura tale per cui il cliente possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Si veda l'articolo 19 della Dir. 2004/39/CE riferito alle *Norme di comportamento da rispettare al momento della prestazione di servizi di investimento ai clienti* e l'articolo 40 del RI.

Con riferimento al tipo di informazioni da acquisire dal cliente, la MiFID ha previsto che l'intermediario debba ottenere notizie in merito a: esperienze e conoscenze in materia di investimenti; situazione finanziaria; obiettivi d'investimento.

La Direttiva di livello 2 suggerisce, inoltre, una serie di *items* riconducibili alle tre aree già menzionate<sup>4</sup>.

In particolare, nell'assumere informazioni riguardanti le conoscenze e le esperienze del cliente, l'intermediario potrebbe richiedere informazioni su: 1a) tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza, 1b) natura, volume e frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e il periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite, 1c) livello di istruzione e professione o, se rilevante, precedente professione.

Tra le informazioni riguardanti la situazione finanziaria del cliente possono essere inclusi dati relativi a: 2a) fonte e consistenza del reddito regolare, 2b) attività, comprese le attività liquide, 2c) investimenti e beni immobili, 2d) impegni finanziari regolari.

Nel richiedere informazioni sugli obiettivi d'investimento, è possibile raccogliere dati su: 3a) periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento, 3b) preferenze in materia di rischio, 3c) profilo di rischio, 3d) finalità dell'investimento.

In merito all'ampiezza del *set* informativo da rilevare, agli intermediari è stato lasciato un certo margine di discrezionalità. Negli Orientamenti pubblicati dalla *European Securities and Markets Authority* (ESMA) in tema di adeguatezza<sup>5</sup>, sembra infatti prevalere un principio di proporzionalità rispetto al servizio offerto, alle caratteristiche dei prodotti e all'ammontare dell'investimento. Ad esempio, le informazioni da richiedere in occasione della prestazione del servizio di consulenza saranno maggiori e più dettagliate di quelle che dovranno essere raccolte per la gestione di portafogli. In quest'ultimo caso, infatti, le decisioni di investimento vengono assunte dal gestore ed è plausibile ritenere che il cliente, pur dovendo essere messo nelle condizioni di comprendere il rischio associato all'intero portafoglio e a quello dei singoli strumenti che lo compongono, non abbia conoscenze ed esperienza approfondite. Il *set* informativo sarà più ampio, inoltre, nel caso in cui i prodotti proposti siano complessi o illiquidi, poiché rispetto ad essi è importante verificare la capacità dell'investitore di comprendere e sostenere finanziariamente i relativi rischi. Infine, le

---

<sup>4</sup> Dir. di attuazione 2006/73/CE.

<sup>5</sup> ESMA, *Guidelines on certain aspects of the Mifid suitability requirements*, 6 luglio 2012.

informazioni da acquisire dal cliente devono essere tanto più dettagliate quanto maggiore è l'ammontare investito rispetto al portafoglio finanziario complessivo, quanto più complessi sono gli obiettivi di investimento e quanto più lungo è l'orizzonte temporale di riferimento. In altri termini, il documento sembra orientato a modulare gli obblighi degli intermediari in funzione del relativo modello di servizio e agli obiettivi di investimento dichiarati dal cliente.

## *2.2 La disciplina dell'informativa sugli strumenti finanziari. L'esempio del Key Investor Information Document*

Le medesime norme individuate dalla MiFID in tema di comportamento da tenere al momento della prestazione di servizi di investimento prescrivono che tutte le informazioni indirizzate dalle imprese di investimento a clienti o potenziali clienti debbano risultare corrette, chiare e non fuorvianti<sup>6</sup>. Inoltre, le informazioni concernenti gli strumenti finanziari e le strategie di investimento proposte dovrebbero comprendere, tra le altre cose, opportune avvertenze sui rischi associati agli investimenti, nonché su costi e oneri connessi.

L'obbligo in capo all'offerente di pubblicare una documentazione in cui siano descritti il soggetto emittente e gli strumenti finanziari oggetto di sollecitazione discende dalla necessità di garantire la trasparenza e, quindi, la riduzione del *gap* informativo esistente tra un emittente/offerente di strumenti finanziari ed un investitore *retail*, consentendo a quest'ultimo di comprendere la natura del servizio di investimento e/o degli strumenti finanziari proposti e i rischi ad essi connessi e, conseguentemente, di prendere decisioni d'investimento consapevoli.

Al fine di assicurare che le informazioni rese tramite prospetto siano complete e comparabili in un contesto di libera circolazione nel mercato unico europeo, il legislatore comunitario ne ha disciplinato *format* e contenuto ispirandosi a principi di armonizzazione massima.

In tema di fondi comuni d'investimento, la cosiddetta Direttiva UCITS IV<sup>7</sup> prevede la consegna obbligatoria di un documento contenente le 'informazioni fondamentali per gli investitori' (*Key Investor*

---

<sup>6</sup> Si veda l'articolo 19 della Dir. 2004/39/CE riferito alle *Norme di comportamento da rispettare al momento della prestazione di servizi di investimento ai clienti*.

<sup>7</sup> Dir. 2009/65/CE.

*Information Document*, di seguito KIID), che sostituisce il prospetto semplificato previsto dalla normativa precedente, e la consegna del ‘prospetto’ (prima ‘prospetto completo’) solo su richiesta.

La forma e il contenuto del KIID sono dettagliatamente ed esaurientemente disciplinati dal Reg. 583/2010/CE relativo allo schema di documento contenente le ‘informazioni-chiave’ per l’investitore in fondi comuni d’investimento e SICAV armonizzati, fonte di diritto direttamente applicabile nell’ordinamento degli stati membri, e dalle linee guida applicative elaborate dal *Committee of European Securities Regulators* (CESR, ora ESMA).

Ai sensi del suddetto Regolamento, il KIID deve essere redatto in modo chiaro e comprensibile e deve fornire agli investitori le informazioni essenziali per assumere decisioni di investimento consapevoli; deve essere elaborato nel medesimo formato in ogni paese, in maniera concisa, con un linguaggio non tecnico, in modo da agevolarne la comprensione da parte degli investitori, e deve contenere informazioni essenziali in merito a: identificazione del fondo, obiettivi e strategia d’investimento, performance storiche (ovvero, per i fondi strutturati, scenari di performance), costi e commissioni, profilo rischio-rendimento. Ognuna di tali informazioni deve essere facilmente comprensibile all’investitore senza necessità di far riferimento ad altri documenti<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Nel processo di armonizzazione degli standard di *Disclosure* delle caratteristiche dei prodotti finanziari si annovera anche la proposta della Commissione europea relativa a un regolamento in materia di informazioni chiave sui prodotti di investimento al dettaglio pre-assemblati (cosiddetti *Packaged Retail Investment Product* – PRIPs. Alla data di pubblicazione del presente volume, il citato regolamento risulta già approvato dal Parlamento europeo e in attesa di adozione da parte del Consiglio europeo). Il Regolamento intende introdurre alcune regole uniformi in materia di formato e contenuto del *Key Information Document* (KID) che deve essere redatto dal produttore dello strumento; sotto questo profilo la proposta si ispira alle misure di implementazione in tema di KIID. Nell’ambito di applicazione rientrerebbero gli *Investment Products*, intesi in senso ampio: prodotti del risparmio gestito tradizionali (fondi comuni di investimento aperti e chiusi, inclusi UCITS e AIFs), prodotti assicurativi a contenuto finanziario (*Unit Linked Insurance Products*), tutti i prodotti strutturati, da qualsiasi soggetto questi siano assemblati, compresi i depositi a termine strutturati. Anche gli OICR armonizzati pertanto ricadrebbero nel perimetro applicativo del Regolamento PRIPs, sebbene, per le società di gestione e le SICAV già operanti sotto il regime UCITS e in ottemperanza del Reg. 583/2010/CE, si prevede un periodo transitorio di cinque anni dall’emanazione del Regolamento. Il KID consentirà agli investitori *retail* di valutare la coerenza di un determinato prodotto rispetto ai propri obiettivi di investimento e di pervenire a un fondato giudizio sulla convenienza dell’investimento rispetto a operazioni in prodotti analoghi sotto il profilo finanziario, anche se commercializzati con «vesti giuridiche» e attraverso canali distributivi differenti.

### *3. L'implementazione della normativa e i limiti derivanti dai limiti cognitivi e comportamentali degli individui*

La centralità dell'informazione nella disciplina a tutela dell'investitore si rinviene chiaramente, oltre che dalle previsioni normative e regolamentari appena richiamate, anche dai citati Orientamenti ESMA in tema di adeguatezza.

Il documento dell'ESMA richiama, infatti, l'attenzione sulla necessità per gli intermediari di dotarsi di politiche e procedure aziendali che consentano loro, da un lato, di raccogliere una pluralità di variabili afferenti alle caratteristiche della clientela servita (cosiddetta *know your customer rule*) e, dall'altro, di comprendere a pieno le specificità degli strumenti finanziari offerti (cosiddetta *know your merchandise rule*) e di offrirne adeguata informativa all'investitore.

Sia la profilatura dell'investitore sia la *Disclosure* sui prodotti si connotano per profili di particolare delicatezza e criticità che derivano dai limiti cognitivi/percettivi e dai *bias* comportamentali degli individui.

#### *3.1. La profilatura dell'individuo irrazionale*

La strutturazione di un questionario per la profilatura dei clienti passa anzitutto attraverso l'individuazione delle variabili rilevanti nelle scelte d'investimento degli individui.

Il legislatore comunitario, come anticipato, ha proposto un contenuto minimale dell'informativa da rilevare che si presterebbe ad essere ampliato alla luce delle indicazioni della letteratura economica e della finanza comportamentale.

Gli Orientamenti ESMA intervengono sul tema, suggerendo altre variabili che possono influire, ad esempio, sulla situazione finanziaria del cliente o sugli obiettivi di investimento; tra questi: lo stato civile (in particolare la capacità giuridica del cliente di impegnare beni che possono appartenere anche al proprio partner); l'età e lo stato di famiglia (le variazioni dello stato di famiglia di un cliente, ad esempio la nascita di un figlio o la presenza di un figlio in età universitaria, possono influire sulla sua situazione finanziaria); la situazione lavorativa (il fatto che un cliente perda il lavoro o sia prossimo al pensionamento può influire sulla sua

situazione finanziaria o sui suoi obiettivi di investimento); il fabbisogno di liquidità in alcuni investimenti pertinenti.

Sia le Direttive sia gli Orientamenti trascurano, tuttavia, il fatto che l'approccio agli investimenti e l'atteggiamento verso il rischio finanziario degli individui sono spesso influenzati dal rischio percepito piuttosto che dal rischio oggettivamente misurato, nonché dalla capacità emotiva di sostenere il rischio piuttosto che dalla capacità finanziaria di far fronte ad eventuali perdite derivanti dall'investimento.

In altre parole, non viene tenuto nella giusta considerazione il fatto che le scelte finanziarie degli individui contravvengono sistematicamente alle ipotesi di perfetta razionalità alla base della teoria economica classica; gli investitori, infatti, sono condizionati da numerosi limiti cognitivi e *bias* comportamentali e da un serie di tratti psicologici e fattori emotivi che ne influenzano le decisioni.

Secondo l'evidenza sperimentale, ad esempio, raramente gli individui percepiscono il rischio come una grandezza oggettiva e misurabile<sup>9</sup>. La percezione del rischio viene guidata da un numero limitato di regole intuitive o euristiche, ossia regole approssimative che permettono di ridurre la complessità del problema ma possono, al tempo stesso, generare errori sistematici e significativi<sup>10</sup>.

Il ricorso alle euristiche, semplificando il processo di elaborazione delle informazioni, può rafforzare alcuni tratti psicologici, che a loro volta incidono sulla percezione del rischio, quali l'ottimismo e l'eccesso di fiducia nelle proprie abilità (*Overconfidence*). Il primo consiste nell'attitudine a formulare previsioni sistematicamente distorte verso l'alto; la seconda si estrinseca nella *Miscalibration*, ovvero nella tendenza a sottostimare sistematicamente la varianza di un fenomeno, nella convinzione di essere migliore della media e nell'illusione di poter controllare gli eventi anche quando essi dipendono da fattori esogeni o casuali. L'analisi teorica e, seppure in modo non univoco, quella empirica mostrano che gli individui più *overconfident* tendono ad assumere più rischi degli altri: uno studio del 2006, ad esempio, mette in luce la tendenza dei *Trader on-Line* a sovrastimare la propria abilità - fino ad attribuire ad essa anche risultati ottenuti in maniera del tutto casuale - e,

---

<sup>9</sup> C. K. MERTZ, P. SLOVICH e I. F. H. PURCHASE, *Judgments of Chemical Risks: Comparison Among Senior Managers, Toxicologists, and the Public*, in *Risk Analysis*, 18 (1998), pp. 391-404; Y. GANZACH, *Judging Risk and Return of Financial Assets*, in *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 83 (2000), pp. 353-370; P. SLOVIC, *The Perception of Risk*, London, Earthscan Publications Ltd, 2000.

<sup>10</sup> D. KAHNEMAN e A. TVERSKY, *Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases*, in *Science*, 185 (1974), pp. 1124-1131.



conseguentemente, ad assumere rischi eccessivi<sup>11</sup>.

La percezione del rischio può essere sensibile anche alla valenza positiva o negativa attribuita ad un determinato titolo sulla base di associazioni mentali che prescindono da valutazioni di tipo economico-finanziario<sup>12</sup>.

Un ruolo fondamentale viene svolto altresì dalla componente emotiva. Loewenstein *et alii* (2001) hanno coniato l'espressione *Risk-As-Feeling* per evidenziare il fatto che i processi decisionali in condizioni di incertezza si fondano non solo sulla valutazione 'cognitiva/razionale' del rischio ma anche su reazioni emotive.

Tra queste, ad esempio, è nota la *Regret Avoidance*, vale a dire l'attitudine degli individui a preferire il rimpianto al rimorso; sembrerebbe, in altre parole, che il rimpianto da commissione procuri un dispiacere maggiore rispetto al rimpianto da omissione<sup>13</sup>. Una delle conseguenze provocate dalla *Regret Avoidance* è costituita dal cosiddetto *Attribution Bias*, ossia dalla tendenza degli individui ad attribuire ad una causa esterna la responsabilità delle proprie scelte<sup>14</sup>. A tale tendenza paiono riconducibili i comportamenti anomali ed irrazionali che stanno caratterizzando l'andamento dei mercati finanziari degli ultimi mesi: le spirali al ribasso dei flussi azionari sembrano, infatti, derivare da comportamenti imitativi ispirati all'agire comune, alle prassi maggiormente diffuse tra gli altri investitori, che consentono al singolo individuo di condividere con altri la responsabilità di una scelta eventualmente sbagliata.

La percezione e l'assunzione di rischio, infine, sembrano essere molto diverse a seconda del genere. Le donne adotterebbero un atteggiamento più prudente in occasione delle decisioni di investimento e, di conseguenza, rispetto agli uomini sono più frequentemente destinatarie di proposte di investimento relative a prodotti poco rischiosi<sup>15</sup>. Le differenze di genere,

<sup>11</sup> B. ALEMANNI e A. FRANZOSI, *Portfolio and Psychology of High Frequency Online Traders. Second Report on the Italian Market*, in Borsa Italiana, 2006 (Bit Notes, 16).

<sup>12</sup> D. G. MACGREGOR, P. SLOVIC, D. N. DREMAN e M. BERRY, *Imagery, Affect and Financial Judgment*, in *Journal of Psychology and Financial Markets*, 1 (2000), pp. 104-110.

<sup>13</sup> Sull'argomento si vedano G. LOOMES e R. SUGDEN, *Regret Theory: An Alternative Theory of Rational Choice under Uncertainty*, in *Economic Journal*, 92 (1982), pp. 805-825; D. MCFADDEN, *Rationality for Economists?*, in *Journal of Risk and Uncertainty*, 19 (1999), pp. 73-105.

<sup>14</sup> Sull'argomento si vedano F. HEIDER, *The Psychology of Interpersonal Relations*, New York, Wiley, 1958, p. 322; e H. H. KELLEY, *Attribution Theory in Social Psychology*, in D. LEVINE (a cura di), *Nebraska Symposium on Motivation*, Lincoln, University of Nebraska Press, 1967, pp. 192-240.

<sup>15</sup> C. C. ECKEL e J. GROSMANN, *Sex Differences and Statistical Stereotyping in Attitudes Toward Financial Risk*, in *Evolution and Human Behavior*, 23 (2002), pp. 281-295; MERRILL

comunque, sembrano più accentuate nel caso di individui single. I soggetti sposati, per contro, si influenzano a vicenda secondo dinamiche che, come evidenziato da alcuni recenti contributi, dipendono anche dalla distribuzione della ricchezza finanziaria all'interno della famiglia, dalla professione e dal livello di istruzione dei coniugi<sup>16</sup>.

### 3.2. *La Disclosure sui prodotti finanziari*

Le deviazioni dal paradigma classico della razionalità si osservano sia nella fase in cui la scelta finanziaria si compie, sia nella fase che precede il momento della decisione, ossia nella fase di raccolta ed elaborazione delle informazioni. Gli individui, infatti, non sono in grado di acquisire ed elaborare correttamente tutte le informazioni disponibili (violazione della razionalità delle percezioni) e cambiano le proprie preferenze a seconda del contesto di riferimento (violazione della razionalità delle preferenze)<sup>17</sup>.

In particolare, la raccolta delle informazioni viene spesso condotta sulla base dell'euristica della disponibilità, mentre l'elaborazione delle stesse informazioni viene guidata dalle euristiche dell'ancoraggio e della familiarità.

L'euristica della disponibilità fa riferimento al fatto che gli individui sono influenzati dalla facilità con la quale le informazioni possono essere richiamate alla mente. L'ancoraggio genera un effetto inerziale rispetto a un'ipotesi iniziale o a un'informazione saliente che agisce da ancora, trattenendo a sé gli aggiustamenti successivi. La familiarità, infine, falsa la rappresentazione della frequenza di un determinato evento che viene guidata dalla notorietà e dalla facilità con cui si possono costruire scenari (recuperabilità): ad esempio, i titoli che godono di una maggiore copertura mediatica possono essere considerati più sicuri di altri, fino al punto di ritenerli caratterizzati da una relazione rischio/rendimento negativa<sup>18</sup>.

---

LYNCH, *You and your Money. A Financial Handbook for Women Investors*, New York, 1996.

<sup>16</sup> J. GILLIAM, S. CHATTERJEE e J. GRABLE, *Measuring the Perception of Financial Risk Tolerance: A Tale of Two Measures*, in *Association for Financial Counseling and Planning Education*, 21 (2010), pp. 30-43.

<sup>17</sup> D. MCFADDEN, *Rationality for Economists?*, cit.

<sup>18</sup> M. WANG, C. KELLER e M. SIEGRIST, *The Less You Know, the More You Are Afraid of a Survey on Risk Perceptions of Investment Products*, in *Journal of Behavioral Finance*, 12 (2011), pp. 9-19, hanno condotto una survey, proponendo agli intervistati di ordinare 20 prodotti d'investimento rispetto a sette diversi profili: i primi tre attengono alla familiarità con il prodotto (ossia comprensibilità, conoscenza da parte di soggetti esperti, diffusione presso gli investitori), mentre i restanti quattro fanno riferimento a diverse

Ulteriori evidenze in tal senso emergono da una ricerca sui fattori che influenzano le scelte di investimento dei risparmiatori *retail* condotta nel 2010 dalla Commissione europea (su un campione di 6.000 risparmiatori residenti in 8 paesi europei): i risultati di questa ricerca mostrano che la comprensione delle caratteristiche dei prodotti finanziari è generalmente molto bassa, così come basso è il numero di alternative considerate prima di effettuare una scelta; in particolare, il processo decisionale sembrerebbe guidato soprattutto dalla familiarità con il prodotto e l'intermediario distributore<sup>19</sup>.

È documentato, inoltre, il fatto che una maggiore quantità di informazioni non aumenta le capacità di analisi e di scelta, potendo per contro generare il cosiddetto *Information Overload*, ossia l'incapacità da parte dell'individuo di impiegare il tempo e le competenze necessari per l'elaborazione delle informazioni a sua disposizione<sup>20</sup>.

Da tempo, infine, la letteratura analizza l'impatto sulle scelte finanziarie degli individui derivante da diverse modalità di presentazione dell'informazione, con riguardo al grado di aggregazione, alla quantità, all'ordine di presentazione dei dati e così via (cosiddetto effetto inquadramento o *Framing Effect*)<sup>21</sup>.

Le preferenze e le scelte variano, infatti, a seconda di come è posto un problema (linguaggio utilizzato, contesto, presentazione etc.). Il condizionamento dettato dall'effetto inquadramento discende in primo luogo dall'atteggiamento del soggetto che fornisce le informazioni (consulente,

---

misure di rischio (rischio di perdita del capitale, rischio di rendimenti inferiori alle attese, variabilità dei risultati connessi con l'investimento, possibilità di un rendimento più alto del tasso di inflazione). I risultati della *survey* documentano il disallineamento tra la percezione soggettiva e le misure oggettive del rischio: le evidenze raccolte confermano, infatti, che il rischio percepito esibisce una bassa correlazione con la varianza del rendimento dei prodotti finanziari sottoposti all'attenzione dei soggetti intervistati, mentre è quasi perfettamente e negativamente correlato con il grado di comprensione dei prodotti dichiarato dai soggetti stessi. Tale evidenza empirica appare spiegabile alla luce dell'euristica della familiarità che induce a sottostimare i rischi connessi con i prodotti con cui gli investitori hanno più dimestichezza (tipicamente i titoli nazionali).

<sup>19</sup> Commissione europea, 2010; il rapporto è tra i documenti utilizzati dalla commissione per l'elaborazione delle proposte di regolamentazione dei PRIPs.

<sup>20</sup> Al proposito, si ricorda il noto esperimento in cui a due gruppi di persone viene mostrata la foto di un oggetto sfocato e perciò irricognoscibile. La risoluzione viene poi aumentata: al primo gruppo in 10 passaggi; al secondo gruppo in 5 passaggi. Poste di fronte alla stessa immagine (ad esempio, sesto e terzo passaggio rispettivamente per il primo e il secondo gruppo), le persone alle quali è stato mostrato un numero minore di sequenze riconoscono prima delle altre l'oggetto rappresentato.

<sup>21</sup> D. KAHNEMAN, e A. TVERSKY, *Prospect Theory. An Analysis of Decision Under Risk*, in *Econometrica*, 47 (1979), pp. 263-291.

promotore, etc.) e dallo strumento informativo da questi utilizzato nelle varie fasi in cui si sviluppa la relazione con il cliente (materiale pubblicitario, prospetti informativi, etc.). Errori logici e di ragionamento, confusione, informazioni errate e/o incomplete, linguaggio tecnico o termini imprecisi possono suggerire una rappresentazione semplicistica e 'selezionata' delle alternative rispetto alle quali bisogna prendere una decisione.

Un esempio di *Framing Effect*, noto come *Isolation Effect*, corrisponde alla propensione degli individui a concentrare 'arbitrariamente' l'attenzione su un sotto-insieme di elementi, trascurandone altri ugualmente importanti. Poiché un problema può essere scomposto in più modi, situazioni equivalenti possono essere affrontate in modo diverso. Ad esempio, quando una decisione è descritta in termini di possibili guadagni gli individui sono avversi al rischio e preferiscono attività finanziarie con bassa volatilità e rendimenti più contenuti; sono viceversa propensi al rischio quando la stessa decisione è descritta in termini di possibili perdite, poiché sono disposti ad accettare una maggiore volatilità pur di contenere le perdite<sup>22</sup>.

Un'altra implicazione del *Framing Effect* concerne l'impatto che le modalità di presentazione di un certo evento possono avere sull'atteggiamento verso il rischio: in particolare, l'enfasi sul guadagno potenziale induce l'avversione al rischio; viceversa, l'enfasi sulle perdite potenziali determina propensione al rischio e avversione alle perdite<sup>23</sup>.

Sempre con riguardo all'impatto delle modalità di rappresentazione sulle scelte finanziarie degli individui, è utile citare anche l'esperimento di Benartzi *et alii* (2007): gli autori hanno presentato a un gruppo di soggetti i montanti di alcuni piani pensionistici, corrispondenti a diversi tassi di contribuzione sia nella forma canonica di ammontare di denaro sia sotto forma di differenti tipologie di appartamenti acquistabili al momento del pensionamento. La prima forma di rappresentazione faceva leva sul ragionamento analitico degli intervistati, mentre la seconda sollecitava il sistema affettivo-pratico riuscendo ad aumentare la consapevolezza e la comprensione del piano di accumulo e, di conseguenza, il tasso di risparmio.

Con particolare riferimento al tema della rappresentazione del rischio, una rilevazione condotta con riferimento a un *panel* di 2000 famiglie olandesi mostra che le scelte di investimento possono essere guidate soprattutto da

---

<sup>22</sup> R. A. OLSEN, *Investment Risk: The Experts' Perspectives*, in *Financial Analysts Journal*, 53 (1997), pp. 62-66.

<sup>23</sup> N. LINCIANO, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, in *Quaderni di finanza della Consob*, 2010, n. 66.

misure asimmetriche del rischio piuttosto che dalla varianza<sup>24</sup>. In particolare, coerentemente con la documentata avversione alle perdite, la maggior parte degli individui agisce come se attribuisse maggiore importanza anzitutto alle indicazioni desumibili dalla semi-varianza e, in secondo luogo, alla probabilità di perdita; seguono poi l'ammontare della perdita attesa e la varianza. Sembrerebbe, inoltre, che la preferenza (implicita) per una specifica misura del rischio dipenda dalla tipologia di strumento finanziario, risultando la semi-varianza prevalentemente associata all'investimento in azioni e la probabilità di perdita all'investimento in obbligazioni.

#### 4. Il punto di vista delle Autorità

Le Autorità di vigilanza stanno prendendo progressivamente coscienza delle evidenze riportate dai più recenti studi di economia sperimentale e finanza comportamentale e, sempre più di frequente, analizzano i rischi che dai limiti cognitivi e comportamentali discendono sull'efficace tutela dell'investitore.

##### 4.1. I questionari per la valutazione dell'adeguatezza

Con riferimento alla profilatura del cliente, l'evidenza empirica denota che gli strumenti comunemente utilizzati dagli intermediari ai fini della valutazione di adeguatezza mostrano importanti criticità.

Le debolezze dei questionari utilizzati dagli intermediari per la profilatura dei clienti hanno attirato l'attenzione non solo dei ricercatori ma anche di alcune Autorità di vigilanza. In ambito europeo, l'*Autorité des marchés financiers* (AMF) ha pubblicato uno studio sulla rilevazione dell'attitudine al rischio, che analizza un campione di 14 questionari valutandone l'aderenza sia alle disposizioni MiFID sia alle indicazioni della letteratura economica in materia di misurazione della tolleranza al rischio<sup>25</sup>. Anche la *Financial Services Authority* (FSA) è intervenuta pubblicando nel marzo 2011 linee-guida sulla materia più ampia della valu-

<sup>24</sup> Si veda C. VELD e Y. V. VELD-MERKOULOVA, *The Risk Perceptions of Individual Investors*, in *Journal of economic psychology*, 29 (2008), pp. 20-29.

<sup>25</sup> A. DE PALMA e N. PICARD, *Evaluation of MiFID Questionnaires in France, Study for the AMF*, 2010, in <http://www.amf-france.org>.

tazione di adeguatezza<sup>26</sup>. Tale iniziativa ha tratto impulso dalle risultanze dell'attività di vigilanza, che aveva messo in luce frequenti disallineamenti della condotta degli intermediari rispetto alle *Conduct of Business Sourcebook* della stessa FSA.

La Consob è intervenuta sul tema con un *Discussion paper* su «La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario»; tale lavoro, dopo aver passato in rassegna le variabili che secondo la letteratura sono rilevanti per la profilatura di un investitore, analizza struttura, contenuti e modalità di somministrazione dei questionari utilizzati da un campione di 20 intermediari italiani<sup>27</sup>.

Le analisi condotte sulla realtà italiana mettono in luce che, sebbene complessivamente aderenti alle previsioni della MiFID, i questionari si connotano nella maggior parte dei casi per un disallineamento rispetto alle indicazioni della letteratura economica, e per talune caratteristiche linguistico-testuali che ne limitano chiarezza e comprensibilità: le domande spesso non sono univoche, poiché si riferiscono a più temi contemporaneamente, ovvero contengono termini tecnici che possono comprometterne la comprensione e, nella maggior parte dei casi, mancano di quegli accorgimenti stilistici e lessicali che, secondo la finanza comportamentale, consentono di evitare che il cliente fornisca risposte condizionate dai propri limiti cognitivi e comportamentali<sup>28</sup>.

Un processo di valutazione dell'adeguatezza basato su tali strumenti può indurre i consulenti a consigliare strategie di portafoglio che possono condurre a risultati diversi da quelli attesi dall'investitore, generando insoddisfazione e minando la stabilità del rapporto di consulenza.

#### 4. Il Consumer Testing della Commissione europea

Con riguardo alle norme in tema di *Disclosure* dei prodotti finanziari, le evidenze raccolte dagli studiosi di *Behavioral Finance*, riportate nel precedente paragrafo 2.2, inducono a nutrire dubbi sull'efficacia dello strumento

---

<sup>26</sup> FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Assessing Suitability: Establishing the Risk a Customer Is Willing and Able To Take and Making a Suitable Investment Selection*, marzo 2011.

<sup>27</sup> N. LINCIANO e P. SOCCORSO, *La rilevazione della tolleranza al rischio attraverso il questionario*, CONSOB, Discussion Paper, 2012, n. 4.

<sup>28</sup> Cfr. N. MARINELLI e C. MAZZOLI, *The Traditional Approach to Evaluate the Risk Tolerance of Investment Decisions*, Basingstoke, Palgrave Macmillan, 2010.; N. LINCIANO e P. SOCCORSO, *La rilevazione della tolleranza al rischio attraverso il questionario*, cit.

informativo quando questo non viene costruito in modo da tener conto degli effetti derivanti dall'applicazione delle euristiche, dall'*Information Overload*, nonché dalle modalità di rappresentazione del profilo rischio-rendimento del prodotto.

Dopo aver proposto di sostituire il Prospetto semplificato precedentemente previsto per i fondi comuni con una nuova forma di *Disclosure*, la Commissione europea ha commissionato ad una società specializzata un esercizio per testare la percezione/reazione degli investitori ai diversi modelli di KIID.

Il progetto di *Consumer Testing* è stato mosso dalla consapevolezza che sebbene la trasparenza informativa, la semplificazione e la standardizzazione delle informazioni possano aiutare a comprendere le caratteristiche di rischio e rendimento di un dato strumento finanziario e a comparare opzioni di investimento alternative, esse possono comunque avere effetti poco significativi e risultare inefficaci a causa di deficit cognitivi e *bias* comportamentali.

L'attuale regolamentazione in tema di KIID, in particolare gli schemi vincolanti previsti per il KIID contenuti nel Reg. 583/2010/CE, sono stati adottati dopo diverse consultazioni condotte dal CESR (ora ESMA) e tengono conto delle evidenze del test<sup>29</sup>.

Per ciò che riguarda l'informativa sul profilo di rischio-rendimento, in particolare, è stato adottato un indicatore sintetico di natura qualitativa [ma basato su metodologie quantitative; il rischio associato alla volatilità storica dei rendimenti del fondo viene rappresentato su una scala numerica che va da 1 (rischio basso) a 7 (rischio alto)], accompagnato da una spiegazione narrativa dei principali limiti dell'indicatore stesso e da una presentazione dei rischi rilevanti non catturati dalla metodologia che sottende la costruzione di tale indicatore. Il confronto con i consumatori ha portato, infatti, a maturare la convinzione che a una descrizione narrativa e prolissa dei rischi e dei rendimenti attesi è preferibile il ricorso a indicatori sintetici di immediata e facile comprensione per gli investitori con limitato livello di educazione finanziaria.

## 5. Conclusioni

L'accurata valutazione dell'adeguatezza e una corretta informativa di prodotto costituiscono una condizione necessaria ma non sufficiente affinché il servizio di intermediazione sia reso nel miglior interesse dal cliente.

---

<sup>29</sup> IFF RESEARCH e YOUGOV, 2009.

Esse devono necessariamente accompagnarsi alla definizione di politiche interne e procedure che garantiscano che eventuali conflitti di interesse interni all'intermediario non influiscano negativamente sulle raccomandazioni d'investimento rilasciate. Esse devono integrarsi, inoltre, con un servizio di consulenza, da un lato, teso a verificare la capacità finanziaria del cliente e la sua reale comprensione dei concetti finanziari di base, del tipo di servizio/prodotto offerto e delle tutele che gli sono riservate e, dall'altro, orientato a rendere edotto l'investitore degli errori che distorcono le sue scelte finanziarie.

Sarebbe irrealistico, infatti, ritenere che l'adesione sostanziale alla disciplina possa prescindere dal tener conto della razionalità limitata dell'individuo.

I margini di intervento per rendere più efficaci gli strumenti individuati dal legislatore a tutela dell'investitore sono ampi. I *Securities Regulators*, in particolare, stanno prendendo progressivamente coscienza delle evidenze riportate dai più recenti studi di economia sperimentale e finanza comportamentale e, partendo dall'analisi dei limiti cognitivi e comportamentali che mettono a rischio la tutela dell'investitore, stanno tentando di tradurre gli insegnamenti della finanza comportamentale in robusti criteri di regolamentazione e in efficaci interventi di vigilanza<sup>30</sup>.

In particolare, individuare soluzioni concrete ai gravi limiti riscontrati nei questionari per la valutazione dell'adeguatezza, nonché alle numerose criticità connesse con la declinazione degli obblighi informativi degli intermediari appare di estrema rilevanza non solo per il regolatore, che ha come primario interesse la tutela dell'investitore, ma anche per l'industria. Difatti, identificare in maniera più accurata possibile l'attitudine al rischio del cliente, in modo da consigliare le scelte a lui più adeguate, e fornire un'informazione di prodotti comprensibile ed efficace consentono di costruire relazioni solide e di contenere i cali di fiducia che si acuiscono soprattutto nelle fasi congiunturali negative, quale quella attuale.

---

<sup>30</sup> Circa l'applicazione degli insegnamenti della *Behavioral Finance* ai criteri di regolamentazione e agli interventi di vigilanza dei *Securities Regulators* si vedano K. ERTA, S. HUNT, Z. ISCENKO e W. BREMBLEY, *Applying Behavioural Economics at the Financial Conduct Authority*, Financial Conduct Authority Occasional Paper, 2013, n. 1; S.J. CHOI e A.C. PRITCHARD, *Behavioral Economics and the SEC*, in *Stanford Law Review*, 56 (2003), pp. 1-73.