

La gestione del risparmio

Educazione al risparmio

Action Institute

2 giugno 2017

Action Institute è un “Action Tank” indipendente ed apolitico che vuole catalizzare le migliori energie intellettuali del Paese in un impegno civico a beneficio delle Istituzioni e della Società. Action Institute è costituito da un gruppo di professionisti che si sono distinti nel proprio campo di appartenenza e che lavorano a titolo puramente personale e pro bono per fare proposte attuali, pratiche e d'impatto che permettano di rilanciare la competitività del Sistema Italia. Action Institute vuole aggregare persone di massima integrità e motivate da una forte passione civica provenienti dal mondo delle professioni, dell'industria, della finanza, dell'imprenditoria, della consulenza, dell'accademia, della pubblica amministrazione, della magistratura, della cultura, della scienza e dei media.

Educazione al risparmio

Introduzione

La gestione del risparmio, nelle sue diverse forme, è al centro del dibattito politico primariamente quando si verificano situazioni estreme che comportano perdite significative per i risparmiatori. In Italia, la gestione e la tutela del risparmio sono diventate una priorità in seguito ai recenti eventi negativi relativi al settore bancario.

Nel novembre 2015, quattro banche del centro Italia sono state dichiarate fallite e poste in “risoluzione”, azzerando un valore pari a 3,5 miliardi di euro in azioni e titoli subordinati¹. A metà 2016, le due principali banche del Veneto, Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca, vengono salvate dal fondo Atlante che completa gli aumenti di capitale richiesti da BCE a 0,1 centesimo di euro per azione. Si stima che gli oltre duecentomila azionisti delle due banche non quotate abbiano perso 11 miliardi di euro.² A dicembre 2016 viene annunciata la ricapitalizzazione precauzionale di Montepaschi. Uno dei problemi chiave dell’operazione è come trattare i risparmiatori a cui sono stati venduti circa 2,9 miliardi di subordinati. La

¹Banca D’Italia, *Provvedimento di svalutazione di azioni e subordinati* di Banca delle Marche, Banca Popolare dell’Etruria e del Lazio, Cassa di Risparmio della Provincia di Chieti, Cassa di Risparmio di Ferrara. 22 novembre 2015

²Banca d’Italia, *Chiarimenti sulla Banca Popolare di Vicenza* (27/10/15). *Bilancio della Banca Popolare di Vicenza* (2015). *Bilancio di Veneto Banca* (2015). Consob, *prospetto informativo – Banca Popolare di Vicenza* (21/04/16). Consob, *prospetto informativo – Veneto Banca* (07/06/2016).

proposta del Governo italiano è stata di salvare questi soggetti, ma la discussione con la Commissione Europea è ancora in corso.

La criticità comune, a tutte le situazioni sopra citate, è stata la mancanza di un dibattito serio e approfondito, che potesse consentire la definizione di un programma d'intervento per un miglioramento strutturale della gestione del risparmio delle famiglie italiane. Occorre dunque una visione organica che miri a favorire modifiche profonde dei comportamenti di intermediari, risparmiatori e regolatori.

L'obiettivo finale deve essere quello di migliorare l'efficienza dei portafogli delle famiglie italiane in modo da:

1. Aumentare la diversificazione dei portafogli, con conseguente riduzione dell'impatto sui clienti di *defaults* ed altri *tail events*;
2. Migliorare la qualità dei portafogli delle famiglie italiane, con la creazione di un "effetto ricchezza" (ad esempio, un aumento dell'1% del rendimento annuo³ dei quasi 4 trilioni di ricchezza finanziaria delle famiglie italiane porterebbe ad un aumento di quasi 40 miliardi della loro ricchezza aggregata, ossia 1.510 euro della ricchezza media per famiglia⁴).

Lo scopo del presente lavoro è di argomentare a favore della necessità di migliorare la gestione del risparmio in Italia, e di stimolare i risparmiatori italiani a compiere scelte consapevoli, in linea con le proprie caratteristiche e necessità finanziarie. Per incrementare l'efficienza dei portafogli delle famiglie italiane esistono principalmente due punti su cui intervenire: modificare il contesto dell'offerta dei prodotti di risparmio gestito e aumentare il livello di educazione finanziaria.

³Il rendimento annuo è aggiustato per il rischio

L'opinione è strutturata nel seguente modo:

1. Contesto
2. Risparmio: le scelte delle famiglie italiane
3. Il ruolo dell'educazione finanziaria e i comportamenti dei risparmiatori
4. Il settore del risparmio gestito in Italia
5. I portafogli delle famiglie in Italia
6. Il ruolo del regolatore e il quadro normativo
7. La nostra proposta
8. Conclusioni

⁴Secondo i dati Banca d'Italia, "La ricchezza delle famiglie italiane anno 2014" Anno XXV - Numero 69 - 16 Dicembre 2015.

1. Contesto

Una gestione efficiente del risparmio assume particolare rilevanza in questo specifico momento storico.

Infatti la politica monetaria implementata dalla Banca Centrale Europea ha contribuito a ridurre in misura significativa i rendimenti nominali e reali sui titoli del debito pubblico (Grafico 1). Questo ha causato un impatto significativo sia sui rendimenti prospettici dei portafogli, ancora oggi molto concentrati in titoli di stato, sia su prodotti a rendimento garantito, che per molto tempo hanno rappresentato una parte rilevante dell'offerta.

GRAFICO 1: Rendimento BTP 10 anni. Periodo: 2008 - 2016 (%)



Fonte: Dati del Dipartimento del Tesoro rielaborati da Action Institute

Inoltre, la riforma delle pensioni introdotta in Italia nel 2011, dovendo far fronte all'invecchiamento della popolazione e al razionamento della spesa pubblica, ha modificato il sistema pensionistico pubblico. La riforma e la dinamica demografica

e occupazionale hanno fatto sì che le prestazioni pensionistiche elargite dal sistema pubblico non garantiscano più tenori di vita sufficienti.

Il tasso di sostituzione, ovvero il rapporto fra quanto viene percepito durante il primo anno di pensione e quanto viene percepito nell'ultimo anno di lavoro, continuerà a diminuire negli anni a venire, stabilizzandosi in un intervallo compreso tra il 60 e l'80 per cento⁵. L'importo medio delle pensioni, garantito dal sistema pensionistico obbligatorio, nel 2060 sarà pari a € 20.147, con una forte differenza tra lavoratori dipendenti (€ 26.580 - dipendenti pubblici, e € 24.169 - dipendenti privati), e lavoratori autonomi (€ 13.455)⁶.

A risentirne in maniera negativa saranno principalmente le generazioni adulte e i giovani. Un sistema contributivo abbinato a un mercato del lavoro caratterizzato da carriere discontinue penalizza fortemente il livello di prestazioni pensionistiche di cui queste generazioni potranno beneficiare. Pertanto, sarà necessario integrare la pensione pubblica con forme complementari. Il risparmio gestito assume dunque un ruolo fondamentale per la sicurezza e pianificazione finanziaria dei cittadini.

⁵Ministero Economia e Finanza: Le tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario - Rapporto n. 17 - Nota di aggiornamento. Tabella 3.2 (Tassi di sostituzione netti).

⁶Ministero Economia e Finanza: Le tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario - Rapporto n. 17 - Nota di aggiornamento. Tabella B3.4 - Importi medi di pensione (prezzi 2010)

2. Risparmio: le scelte delle famiglie italiane

Il nostro paese presenta un basso tasso di partecipazione ai prodotti di risparmio gestito rispetto agli altri paesi europei (vedi tabella 1); in particolare si nota come solo il 9,3% delle famiglie italiane abbia prodotti previdenziali complementari (o assicurativi con finalità previdenziale) e solo il 6% detenga fondi comuni di investimento.

TABELLA 1. Tasso di partecipazione alle attività finanziarie: % per famiglia. Periodo: 2013-2014

	IT	AT	BE	DE	ES	FI	FR	GR	LU	NL
<i>Investe in fondi comuni</i>	5,9	10,0	21,0	13,1	5,7	27,0	8,6	0,5	14,6	13,3
<i>Investe in obbligazioni</i>	13,0	4,0	7,8	4,2	2,1	0,9	1,2	0,3	2,6	3,8
<i>Investe in azioni (scambiate nel mercato)</i>	3,7	5,4	11,0	9,6	11,0	21,4	11,7	0,8	9,0	8,0
<i>Investe volontariamente in pensioni private o assicurazioni con finalità previdenziali</i>	9,3	14,5	44,4	46,3	24,5	23,6	38,5	1,3	32,0	35,3

Fonte: BCE – dati rielaborati da Action Institute⁷.

Rispetto agli altri paesi, inoltre, come mostrato in tabella 2, l'Italia presenta delle peculiarità anche nella gestione del risparmio.

In primo luogo, le famiglie allocano le proprie risorse finanziarie in obbligazioni in maniera maggiore rispetto agli altri paesi. Nel 2015, circa l'11% delle risorse era allocato in obbligazioni, il doppio rispetto agli USA e sette volte tanto rispetto a Francia e Regno Unito.

In secondo luogo, l'esposizione delle famiglie italiane verso obbligazioni bancarie è la più alta in Europa. In Italia, il 40% delle obbligazioni bancarie è detenuta da piccoli investitori, in Germania meno del 15%, in Francia e in Spagna non più del 5%.

⁷The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey, Tabella C1. Dicembre 2016.

In terzo luogo, le famiglie italiane allocano risorse in misura superiore agli altri paesi in azioni non quotate. Infatti, in Italia il tessuto imprenditoriale è caratterizzato da una maggiore presenza di PMI familiari. Di conseguenza le azioni non quotate rappresentano una quota significativa della ricchezza degli italiani⁸. Nel 2015, rispetto al totale delle attività allocate al comparto azionario, in Italia circa l'1,7% è rappresentato da azioni quotate, nel Regno Unito il 2,4%, in Francia e Germania oltre il 4%.

Infine, la destinazione delle risorse verso prodotti gestiti (fondi comuni, prodotti assicurativi, principalmente di natura finanziaria e in parte anche con scopo previdenziale) è notevolmente inferiore in Italia rispetto agli altri paesi. Nel 2016, circa un terzo delle risorse delle famiglie italiane era riservato a questi prodotti, mentre in Francia, Germania e USA questa quota supera il 40% e nel Regno Unito il valore supera il 60%.

TABELLA 2: Composizione del portafoglio finanziario delle famiglie

	Totale Attività	Attività liquide & depositi	Obbligazioni		Azioni		Fondi di investimento	Fondi pensione e prodotti previdenziali
			Totale	Emesse da banche	Totale	Quotate		
			mld €	%	%	%		
Italia								
1995	1.799	38,2%	22,6%	1,9%	19,3%	2,8%	5,8%	8,7%
2000	3.041	22,9%	16,5%	6,4%	29,5%	5,4%	17,0%	10,0%
2005	3.864	23,6%	19,0%	7,1%	28,3%	2,4%	11,0%	14,2%
2010	3.633	30,7%	19,7%	10,3%	20,1%	2,0%	7,5%	17,6%
2012	3.732	31,6%	19,3%	10,0%	19,7%	1,6%	7,3%	17,8%
2014	3.951	31,4%	13,6%	6,2%	22,0%	1,6%	9,6%	19,4%
2015	4.120	30,9%	10,7%	4,6%	23,3%	1,6%	11,1%	20,0%
2016 Q3	4.012	32,4%	10,0%	3,8%	20,3%	1,3%	11,9%	21,5%
2016 Q3								
Francia	4.951	28,6%	1,3%	n.d.	20,7%	4,1%	6,3%	34,7%
Germania	5.648	39,1%	2,9%	n.d.	10,2%	5,0%	10,1%	31,1%
Regno Unito	7.791	23,2%	1,7%	n.d.	7,9%	2,5%	2,0%	61,5%
USA	65.533	13,9%	5,1%	n.d.	35,4%	n.d.	10,7%	32,9%

⁸Bartiloro L., De Bonis R., Coletta M., *Italian Household Wealth in a Cross-Country Perspective*, Bank of Italy Temi di Discussione (Working Paper) No. A2, 2008

La serie temporale della Tabella 2, tuttavia, mostra due tendenze positive in relazione all'Italia.

L'esposizione delle famiglie italiane rispetto alle obbligazioni è più che dimezzata in vent'anni, passando dal 22.6% del 1995 al 10.8% del 2015. Anche l'esposizione verso le obbligazioni bancarie è diminuita rispetto a cinque anni fa, passando da 10.3% del 2010 al 5.4% del 2016.

A seguito del boom del mercato azionario, a partire dal 1995, la partecipazione a prodotti di risparmio gestito è aumentata, nonostante il sistema finanziario italiano fosse arretrato rispetto agli altri paesi sviluppati¹⁰. Le risorse destinate sia ai fondi comuni di investimento, sia a prodotti assicurativi e previdenziali sono più che raddoppiate, ma solo nel 2014 hanno recuperato il livello di inizio secolo.

Infatti, soltanto la partecipazione ai fondi comuni di investimento si è allineata nel tempo ai livelli degli altri paesi (nel 2015 era superiore rispetto a Francia, Germania e Regno Unito, e inferiore solo agli USA), mentre quella relativa ai prodotti assicurativi e previdenziali è rimasta notevolmente inferiore.

⁹Assogestioni, *The Italian Asset Management market, key figures*. 16 febbraio 2016

¹⁰Bartiloro L., De Bonis R., Coletta M., *Italian Household Wealth in a Cross-Country Perspective*, Bank of Italy, *Temi di Discussione (Working Paper) No. A2, 2008*

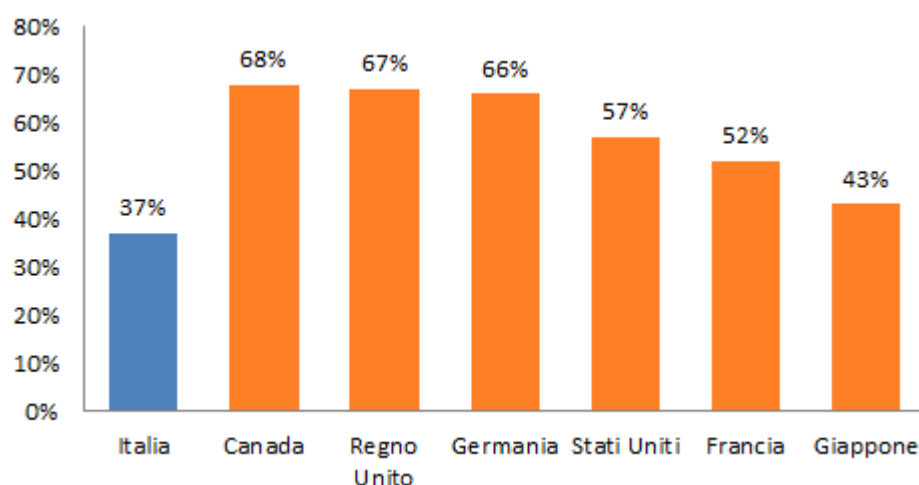
3. Il ruolo dell'educazione finanziaria e i comportamenti dei risparmiatori

Un altro elemento che è spesso al centro del dibattito sulla qualità della gestione dei risparmi è il livello di educazione finanziaria dei risparmiatori.

Il tasso di educazione finanziaria dei risparmiatori italiani registra livelli molto bassi; alcuni studi hanno infatti verificato come ben pochi risparmiatori sappiano spiegare la relazione tra prezzo e rendimento di un'obbligazione, o che conoscano la nozione e l'utilizzo di un portafoglio *benchmark*.

In un'indagine condotta da S&P si è calcolata la percentuale di adulti *financially literate*, ovvero in grado di effettuare scelte finanziarie informate riguardo ad argomenti come il risparmio e gli investimenti. Dai risultati finali (grafico 2), si osserva che l'Italia, messa a confronto con i principali paesi sviluppati, registri la percentuale più bassa (circa il 40%).

GRAFICO 2: Il divario nella cultura finanziaria tra Paesi sviluppati (% di adulti con conoscenze finanziarie, dati 2014)



Non solo, se estendiamo l'analisi alle generazioni più giovani, sembra addirittura che il gap si stia ampliando: il nostro paese è risultato tra i peggiori nel test PISA su "Financial Literacy Skills" nel 2012 (tabella 3).

TABELLA 3: La performance degli studenti in materia finanziaria

	Punteggio medio dei test	Percentuale degli studenti peggiori in financial literacy*	Percentuale degli studenti migliori in financial literacy**
Media Paesi OCSE – 13	500	15,32%	9,74%
Stati Uniti	492	17,83%	9,39%
Russia	486	16,74%	4,25%
Francia	486	19,44%	8,13%
Spagna	484	16,53%	3,78%
Italia	466	21,73%	2,13%

*Studenti che mostrano conoscenze e abilità per i concetti finanziari che possono essere appresi nella vita di tutti i giorni. Sanno eseguire semplici operazioni e decisioni finanziarie. Riconoscono l'importanza di documenti finanziari come le fatture.

**Studenti che mostrano un'ampia conoscenza di concetti finanziari avanzati. Possono risolvere problemi finanziari che non sono di routine e possono descrivere le conseguenze delle decisioni finanziarie. Analizzano i documenti finanziari tenendo conto di dati non citati o non evidenti come i costi di transazione.

Fonte: OECD – Dati rielaborati da Action Institute¹²

Un'accresciuta educazione finanziaria aiuterebbe le famiglie italiane a investire in modo più consapevole. Tuttavia, migliorare i livelli di educazione finanziaria può non essere sufficiente ad evitare eventuali errori dell'investitore individuale.

Diversi contributi nell'ambito della finanza comportamentale (*behaviorial finance*) mostrano, infatti, come gli investitori non attuino sempre comportamenti razionali. La loro valutazione non è basata solamente sulla massimizzazione della ricchezza e

¹¹L. Klapper, A. Lusardi, P. van Oudheusden, "Financial Literacy Around the World: insights from the Standard & Poor's Ratings services global financial Literacy survey"

¹²OECD (2014), PISA 2012 Results: Students and Money: Financial Literacy Skills for the 21st Century (Volume VI), Table VI.A, PISA, OECD Publishing.

sulla minimizzazione del rischio, ma intervengono anche numerosi fattori psicologico-cognitivi che ne distorcono il giudizio.

Per esempio, uno dei principali comportamenti riscontrati negli investitori è l'*overconfidence*, la tendenza cioè a credere di avere conoscenze e informazioni finanziarie superiori agli altri agenti nel mercato o, più in generale, a sovrastimare le proprie abilità. L'evidenza empirica, inoltre, mostra come gli agenti economici preferiscano investire in titoli di aziende che vedono come più "familiari", per il fatto che lavorano in quelle società o più semplicemente perché esse sono vicine al luogo in cui vivono: ciò può chiaramente portare a una sopravvalutazione del valore di queste società e a una bassa diversificazione dei portafogli. Un altro comportamento tipico, profondamente in contrasto con l'ipotesi di razionalità degli investitori, è il cosiddetto *disposition effect*, cioè la preferenza a vendere titoli che sono aumentati di valore dal momento dell'acquisto e a mantenere in portafoglio titoli il cui corso invece è diminuito. Un altro rilevante bias comportamentale è l'effetto di inerzia e procrastinazione: gli investitori tendono a non modificare le loro scelte di portafoglio o a rimandare tale decisione a data futura, ottenendo risultati sub-ottimali. Alcuni studi evidenziano, infatti, che scelte riguardanti piani pensionistici, in cui sono previsti piccoli costi di breve termine vengono spesso rimandate, sebbene i guadagni di lungo termine siano notevoli.¹³

Per far fronte a tali problemi, alcuni paesi hanno incoraggiato l'adozione delle cosiddette "*default options*". In sostanza, *policy makers* e intermediari hanno creato prodotti, soluzioni finanziarie e *framework* di mercato limitando la possibilità che il risparmiatore incorra in errori attribuibili ai meccanismi cognitivi sopra descritti.

Nel Regno Unito, nel 2012 è stata modificata la modalità di partecipazione al sistema pensionistico. Con tale riforma, il lavoratore è automaticamente iscritto alle forme di previdenza complementare offerte dal datore di lavoro, pur mantenendo la

¹³ Choi, Laibson, Madrian and Metrick, 2003.

possibilità di interrompere successivamente la contribuzione (*opt out*). Questa misura sembra aver registrato effetti positivi: il giorno della riforma solo il 47% dei dipendenti era iscritto a un fondo pensione complementare, mentre nel 2016 era il 66%.¹⁴

Uno studio condotto negli Stati Uniti conferma inoltre i benefici di questa pratica. Nel campione considerato, la modifica della default option da *opt-in* (la libertà cioè di decidere se aderire o meno) a *opt-out* ha avuto l'effetto di raddoppiare il tasso di partecipazione ai piani pensionistici.¹⁵

In Italia, una misura simile era stata adottata già dal 2007, dando piena esecuzione al Decreto Legislativo 252/2005. Infatti, per i dipendenti del settore privato è stato adottato il principio del *silenzio-assenso*: in assenza di un esplicito rifiuto, il TFR viene automaticamente destinato ad un fondo individuato tramite contrattazioni collettive o aziendali. Durante l'anno della riforma si è registrato un aumento del 30% degli iscritti, dato piuttosto positivo, ma ancora insufficiente se si considera che il tasso di partecipazione nel 2013 si assestava al 22,7%¹⁶, valore di gran lunga inferiore agli altri paesi.¹⁷

¹⁴Automatic enrolment, Commentary and analysis: April 2015 – March 2016. The Pensions Regulator, Gov. UK

¹⁵Brigitte C. Madrian and Dennis F. Shea, *The Power of Suggestion: Inertia in Participation and Savings Behavior*, The Quarterly Journal of Economics Vol. CXVI November 2001 Issue 4

¹⁶BNL, focus settimanale del Servizio Studi BNL. 4 novembre 2013

4. Il settore del risparmio gestito in Italia

In Italia, l'industria del risparmio gestito nasce alla fine degli anni Sessanta. La legge n. 77/83 sancisce l'introduzione nell'ordinamento italiano dei primi organismi di investimento collettivo. Tale legge, modificata più volte, è stata infine rivista e unificata dal Testo unico della finanza (TUF), che ha introdotto le Società di gestione del risparmio (SGR), come intermediari finanziari autorizzati a svolgere il servizio di gestione di patrimoni mobiliari sia su base individuale sia su base collettiva.

La successiva evoluzione regolamentare a livello europeo, l'apertura del mercato italiano a players internazionali con comprovate esperienze di gestione e la crescita dimensionale e professionale di molti operatori domestici hanno reso i prodotti di risparmio gestito (quali fondi comuni, gestioni patrimoniali, prodotti assicurativi a prevalente contenuto finanziario, fondi pensione) centrali nel dibattito sul risparmio. Questi prodotti sono, infatti, strutturalmente diversificati e hanno alle spalle strutture professionali dedicate, con processi e risorse funzionali all'attività di gestione dei risparmi. Anche durante le fasi più acute delle varie crisi finanziarie, questa categoria di prodotti si è generalmente ben comportata, grazie ad un quadro normativo sempre più solido e all'accresciuta professionalità degli operatori. In un mondo finanziario con un livello di sofisticazione sempre maggiore, diventa quindi necessario affidarsi a professionisti ed esperti per incrementare le probabilità di produrre risultati di gestione coerenti con i propri obiettivi.

Ciononostante, il settore del risparmio gestito è tutt'altro che perfetto. I vari operatori sono molto frammentati e solo pochi hanno raggiunto dimensioni tali da consentire significative economie di scala. Esistono ancora troppi prodotti e in diversi casi la performance non è competitiva rispetto ai benchmark dichiarati,

spesso gravata dal carico di costi in parte destinati alla remunerazione dell'attività di distribuzione e di consulenza.

Tuttavia è corretto evidenziare che, in molti casi, il confronto con il benchmark non è realmente significativo per il risparmiatore medio con portafogli caratterizzati da elevata concentrazione in liquidità e pochi titoli rischiosi., spesso consigliati da intermediari in potenziale conflitto di interesse

Nonostante le criticità sopra citate, la crescita esponenziale delle gestioni passive a basso costo, come gli ETF, ha messo in moto un meccanismo di mercato auto correttivo.

La recente crescita del risparmio gestito si sta accompagnando, inoltre, a una maggiore attività di consulenza da parte degli intermediari, favorita anche da un quadro normativo (MIFID I e II) che esplicita e regola la fornitura dei servizi di consulenza.

La crescita della quota di mercato delle reti di promotori finanziari rispetto alle banche sembra avvalorare questa tesi. Questo passaggio è cruciale. Secondo la recente letteratura, i portafogli, gestiti professionalmente attraverso una mirata attività di consulenza, hanno un profilo rischio-rendimento migliore rispetto a portafogli "fai da te", gestiti invece da investitori individuali.

In particolare, uno studio, condotto su un campione di investitori olandesi, conferma l'efficacia della gestione professionale del risparmio. I risultati dimostrano come i portafogli creati da consulenti specializzati siano associati a un rischio di mercato più basso, a una minore volatilità e ad una maggiore diversificazione. Tali risultati sono anche una funzione del mercato olandese che garantisce l'indipendenza (dagli intermediari e rispetto alle scelte di investimento, con il pagamento di una commissione di consulenza fissa) e la professionalità dei consulenti (iscritti ad un albo, successivamente ad un esame)¹⁸.

Un altro studio, condotto su un campione di famiglie canadesi¹⁹, analizza l'utilità della consulenza finanziaria professionale, mostrando come, affidarsi ad un servizio simile per più di quindici anni, permetta alle famiglie di quadruplicare i propri attivi, rispetto a quelle che hanno scelto il "fai da te". Questo si spiega con l'influenza che il consulente esercita, focalizzandole su investimenti ed un piano di medio-lungo termine.

Tuttavia, come anticipato, è innegabile che il settore finanziario sia spesso coinvolto in problemi legati al conflitto di interessi. Una ricerca²⁰ mostra che le caratteristiche dell'investitore (e.g. ricchezza e attitudine nei confronti del rischio) possono influenzare la probabilità che il consulente finanziario dia informazioni ingannevoli che possono condizionare negativamente i ritorni dei portafogli.

Quindi, politiche che considerino le vulnerabilità degli investitori ed evitino l'insorgere di conflitti di interesse dovrebbero rappresentare una priorità per il legislatore.

¹⁹ Montmarquette, C., & Viennot-Briot, N. (2015). The Value of Financial Advice. *ANNALS OF ECONOMICS AND FINANCE* 16.1, 69-94

²⁰ Krausz, M., & Paroush, J. (2002). Financial advising in the presence of conflict of interests. *Journal of Economics and Business*, 54(1), 55-71.

5. I portafogli delle famiglie in Italia

Il percorso di miglioramento strutturale dei portafogli si può leggere attraverso due dimensioni: l'utilizzo di prodotti diversificati e gestiti professionalmente e la qualità dell'attività di consulenza.

Partendo dall'analisi di composizione dei portafogli e basandoci sull'esperienza diretta di molti intermediari, possiamo concettualmente classificare i portafogli in quattro categorie ben distinte.

a. Portafogli “abbandonati”

In questa categoria troviamo clienti con pochi titoli azionari e obbligazionari, a volte un fondo di investimento, e una liquidità eccessiva che va ben al di là delle necessità di breve periodo. Di solito, il processo di definizione del profilo di investimento del cliente è puramente formale, non c'è un'analisi della coerenza del portafoglio rispetto al profilo di rischio e non esiste alcun processo di monitoraggio nel continuo e di interazione con il cliente. Spesso questi portafogli sono quelli più esposti a rischi di tail events.

b. Portafogli in consulenza “light”

In tali portafogli l'attività di consulenza non è esplicita, ci sono alcune procedure standard definite dall'intermediario, con personale non sempre adeguatamente qualificato, con strumenti spesso inadeguati e con modelli di asset allocation/risk management molto primordiali. Raramente esiste un monitoraggio dei parametri fondamentali del portafoglio. Migliora la diversificazione (e quindi minori rischi di tail events), ma spesso i portafogli sono inefficienti da un punto di vista rischio/rendimento e i conflitti di interesse dell'intermediario, per quanto debitamente esplicitati, influenzano in modo significativo la struttura dei portafogli.

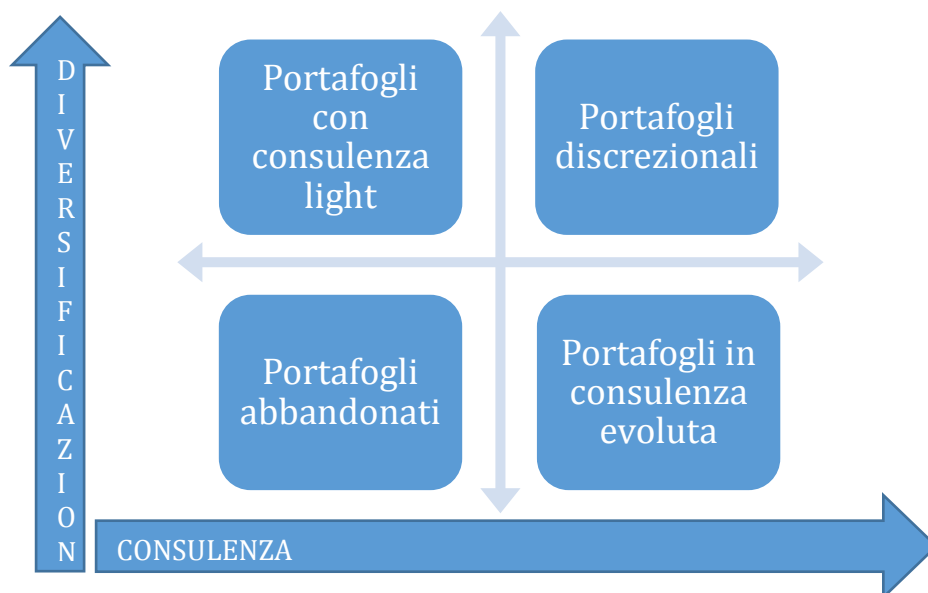
c. Portafogli in consulenza “evoluta”

In questo caso l’attività di consulenza è esplicita (in alcuni casi pagata separatamente) e avviene con strumenti e risorse sostanzialmente adeguate. Normalmente i conflitti di interesse sono minori ed esistono processi di monitoraggio costante dell’efficienza e della qualità dei portafogli. La responsabilità finale è comunque sempre del cliente che deve approvare ogni singola operazione sul portafoglio.

d. Portafogli discrezionali

Sono i portafogli interamente delegati alla responsabilità dell’intermediario e sostanzialmente personalizzati in funzione del profilo di rischio/rendimento del cliente. L’attività di consulenza è per definizione fornita all’interno del servizio di investimento e normalmente sono portafogli efficienti da un punto di vista finanziario, ma spesso la personalizzazione viene “ridotta” per creare economie di scala favorevoli all’intermediario. L’offerta è spesso limitata a patrimoni significativi (superiori ai 250.000 euro).

TABELLA 4: La matrice dei portafogli



6. Il ruolo del regolatore e il quadro normativo

L'attività di consulenza e la gestione dei relativi conflitti di interesse sono elementi centrali per orientare le scelte dei clienti in modo informato e consapevole. Tuttavia, la presenza di arbitraggi tra alcuni prodotti europei e italiani e l'eccessiva dispersione di competenze tra i regolatori (Banca d'Italia, Consob, ISVAP e Covip di fatto regolano lo stesso prodotto finanziario, al di là della loro veste giuridica) non rendono il sistema particolarmente efficiente.

Le direttive europee UCITS e MiFID, che si sono succedute negli anni, rappresentano il quadro di riferimento normativo per quanto riguarda i prodotti di investimento e l'attività di consulenza.

L'attuale approccio regolamentare è basato, in estrema sintesi, sui principi di *disclosure* (che riguardano alcune caratteristiche del prodotto, i suoi rischi e i potenziali conflitti di interesse) e di *compliance* rispetto ai concetti di adeguatezza e appropriatezza (il prodotto/servizio è adeguato alla situazione finanziaria e reddituale e al profilo di rischio del cliente). Una volta verificate queste condizioni, il risparmiatore ha sostanziale libertà di scelta tra tutti gli strumenti finanziari.

La direttiva 2014/65/UE nota come MiFID II (che dovrà essere recepita dai paesi membri entro il gennaio 2018) sostituirà la precedente direttiva MiFID I. Tra le novità più rilevanti introdotte dalla MiFID II va segnalata l'introduzione della **consulenza indipendente** al fianco della consulenza classica. Il consulente indipendente avrà l'obbligo di offrire un numero sufficientemente ampio di strumenti finanziari diversificati tra loro e il divieto di ricevere commissioni oltre a

quella di consulenza (cd divieto all'inducement²¹), in questo modo si vogliono eliminare potenziali conflitti di interesse.

Inoltre, la MiFID II introduce l'obbligo di avvalersi del servizio di consulenza per i **prodotti complessi**, che con il nuovo regime includeranno anche i fondi UCITS strutturati e i fondi non UCITS, i derivati e le obbligazioni negoziate in mercati non regolamentati. In generale, la Commissione Europea raccomanda di non consigliare e distribuire tali prodotti alla clientela *retail*. Nel caso in cui ciò avvenisse, sull'intermediario ricadono ulteriori adempimenti formali ed obblighi di maggior *disclosure*.

L'evoluzione normativa aggiunge alcuni elementi importanti, ma continua ad esistere un'asimmetria informativa strutturale tra intermediari e clienti, acuita, come visto precedentemente, da un livello insufficiente di educazione finanziaria e dai meccanismi cognitivi che inducono i clienti spesso all'errore.

²¹Secondo la definizione, data dal Cesr, Comitato delle autorità di vigilanza, gli inducement sono "qualsiasi forma di denaro, beni e servizi (diversi dalle commissioni e competenze normalmente fatturate per il servizio) che un'impresa di investimento o i suoi dipendenti ricevono da un terzo in relazione al servizio prestato al cliente"

7. La nostra proposta

La ricezione della MiFID II nell'ordinamento italiano (da attuarsi entro gennaio 2018) rappresenta, a nostro avviso, un'occasione unica per affrontare in modo strategico, organico e coerente il tema del risparmio gestito.

In particolare, abbiamo individuato quattro aree sulle quali focalizzare l'attenzione.

1. Conduct/Governance

- Valutare la concentrazione della responsabilità sulla tutela del risparmio, in un'unica authority in cui si vengano armonizzate competenze oggi disperse tra i vari regolatori.
- Ulteriore enfaticizzazione della distinzione di ruoli tra intermediari e società di gestione del risparmio (SGR). La gestione professionale del risparmio dovrebbe essere concentrata in via esclusiva nelle SGR, intese come centri di eccellenza con risorse qualificate e dedicate, in cui esistono e sono documentati processi di investimento ripetibili nel tempo, con procedure di risk management e governance appropriate per la specifica attività di investimento.
- Banche e altri intermediari, nell'ambito dei servizi di investimento, dovrebbero essere esclusivamente focalizzate sulla consulenza.

All'interno di questo quadro di riferimento il regolatore dovrebbe richiedere di:

- Rivalutare e analizzare gli standard minimi per la fornitura dei servizi di *advisory* previsti dal MIFID II (strumenti e processi riguardanti la profilazione

La gestione del risparmio dei clienti, la selezione di fondi o altri strumenti finanziari, il rischio a livello di portafoglio come elemento essenziale per effettuare verifica di conformità rispetto al livello di rischio ex ante definito dal cliente).

- Introdurre requisiti minimi di professionalità per il personale degli intermediari che forniscono il servizio di consulenza.
- Studiare processi per la gestione dei conflitti di interesse che siano meno formali e più sostanziali: non solo disposizioni relative all'inducement e alla disclosure, ma anche, ad esempio, norme sul monitoraggio di turnover di portafoglio e sulle modalità di ripartizione delle relative commissioni di intermediazione.

2. Prodotti e commissioni

- Incoraggiare ulteriormente un'offerta di prodotti di terzi (non in conflitto) da parte degli intermediari. La previsione della MIFID va in questa direzione, introducendo la classificazione dell'attività di consulenza indipendente, se utilizza un numero elevato di prodotti "terzi" (e in tal caso è fatto divieto di percepire inducement dai fornitori), o non indipendente in caso contrario. Ad oggi, molti intermediari in Europa continentale sembrano intenzionati a classificarsi come non indipendenti, mantenendo di fatto lo status quo e quindi riducendo l'accesso a prodotti di terzi.
- Analizzare possibili misure alternative per affrontare il cosiddetto "advice gap", ovvero il fatto che, contrariamente alle intenzioni dichiarate, una larga parte dei clienti non usufruisce di alcun servizio di consulenza. Nel Regno Unito, in cui è entrata in vigore la "Retail Distribution Review", che di fatto recepisce molti dei principi ispiratori della MIFID, è previsto un divieto assoluto di inducement e l'obbligo di esplicitare e far pagare separatamente l'attività di consulenza. Il risultato ad oggi è stato un abbandono degli investitori con somme più modeste da parte degli intermediari, in quanto poco profittevoli e non disposti a pagare l'attività di consulenza. In tale contesto, servizi di

La gestione del risparmio consulenza a basso costo come il robo-advisory²² sono fondamentali per colmare l'advice gap.

- Richiedere agli intermediari una rendicontazione, verso i clienti e verso i regolatori, dei veri elementi di rischio dei portafogli. A puro titolo di esempio, tutti i portafogli in cui uno strumento/emittente rappresenta più del 30% dovrebbe essere riportati e monitorati.

3. Incentivi fiscali

- Armonizzare il trattamento fiscale di prodotti e strumenti finanziari. Paradossalmente i prodotti più efficienti come i fondi comuni e le gestioni patrimoniali sono penalizzati rispetto ai depositi amministrati, o perché nel primo caso, non è prevista la compensabilità di minusvalenze e plusvalenze, oppure perché, nel secondo caso, la tassazione è annuale e non dipende dall'effettiva realizzazione.
- Favorire con una tassazione agevolata i portafogli efficienti, che rispondono a criteri di diversificazione e in cui è presente un'attività di consulenza.

4. Educazione finanziaria

- Introdurre all'interno dei programmi scolastici delle scuole secondarie i concetti di base economico-finanziari, con un focus particolare sulla relazione tra rischio e rendimento.
- Realizzare dei corsi specifici negli ultimi anni della formazione secondaria per sviluppare competenze specifiche, come la capacità di pianificazione a breve e a medio termine e la conoscenza dei sistemi pensionistici, che permettano ai giovanissimi di diventare cittadini consapevoli a tutti gli effetti.
- Incoraggiare il risparmio di lungo termine e finalizzato, anche come mezzo per avvicinare le giovani generazioni al risparmio. Ad esempio, i piani di accumulo

²²Il robo-advisory è un servizio di consulenza e di gestione dei portafogli effettuato in modo automatizzato e senza intervento umano.

La gestione del risparmio su prodotti di investimento con durata di almeno 10 anni, finanziati dai genitori con figli beneficiari e con una finalità specifica (spese universitarie, acquisto casa), potrebbero aiutare i giovani (e i loro genitori) a familiarizzare con l'argomento e ad apprezzare i vantaggi di un risparmio di lungo termine. Incentivi fiscali, come ad esempio la parziale detassazione delle somme investite sia dalle imposte sul reddito che da quelle sul capitale, contribuirebbero ulteriormente al raggiungimento dell'obiettivo.

8. Conclusioni

In un contesto, come quello attuale, caratterizzato da bassi tassi di interesse, e dalla crescente complessità dei prodotti finanziari, è necessario intervenire con delle riforme strutturali che consentano l'inizio di un percorso virtuoso. L'obiettivo deve essere quello dell'effettiva tutela e redditività del risparmio, in un contesto di rinnovata fiducia nei confronti degli intermediari, aumentando la consapevolezza delle scelte finanziarie da parte dei risparmiatori.

Solo affrontando con una visione strategica unitaria i temi relativi alla qualità dei prodotti e della consulenza, alla disciplina dei conflitti di interesse e all'importanza dell'educazione finanziaria è possibile porre le basi per un miglioramento strutturale nella gestione del risparmio. Le nostre proposte sono uno stimolo in questa direzione, identificando chiaramente alcuni obiettivi di policy e un metodo di lavoro.

Autore

Sandro Pierri

Si ringrazia in particolare Stefano Porto Bonacci e Valerio Nispi Landi per il loro contributo. Ringraziamo inoltre gli altri associate di Action Institute: Irene Brescini, Enrico Liao, Alessandro Sovera, Ilaria Portaluri.