



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA TRIENNALE IN ECONOMIA

Tesi di laurea

"LA TUTELA DELL'INVESTITORE NELLA NUOVA DIRETTIVA
MIFID 2: UN'ANALISI ECONOMICA"

RELATORE: prof. Antonio Nicolò

LAUREANDA: Chiara Bastianello
MATRICOLA N. 1114565

ANNO ACCADEMICO 2017/2018

INDICE

- 1. MiFID II: “Markets in Financial Instruments Directive”**
 - 1.1.** Introduzione
 - 1.2.** MiFID II: la nuova disciplina dei mercati finanziari
 - 1.3.** Gli obiettivi e le principali novità introdotte dalla MiFID II

- 2. MiFID II e Behavioural Finance**
 - 2.1.** La finanza comportamentale e il riflesso sul quadro normativo
 - 2.2.** I presupposti della Behavioural Finance
 - 2.3.** The Nudge: la “spinta gentile”

- 3. L’asimmetria informativa e la tutela della MiFID II**
 - 3.1.** La teoria dell’agenzia nell’intermediazione finanziaria
 - 3.2.** Il conflitto di interessi nella MiFID II
 - 3.3.** La nozione di conflitto di interessi e le politiche di gestione

- 4. Conclusioni**

1. MiFID II: “Markets in Financial Instruments Directive”

1.1 Introduzione

Nel corso degli ultimi dieci anni, i mercati europei, hanno subito una profonda trasformazione della propria struttura interna: alla base di tale cambiamento si possono elencare molteplici fattori di carattere sociale, microeconomico, macroeconomico e soprattutto il crescente impatto del fattore tecnologico sull'attività di negoziazione degli strumenti finanziari. La causa principale di tale modificazione, però, si individua nell'impulso dato al processo di integrazione del sistema finanziario europeo dall'agire della politica e in particolare della legislazione degli organi comunitari predisposti ad intervenire nel perimetro dell'Unione Europea.

Nell'ottica di realizzare un sistema finanziario unico in Europa, resistente, integrato, efficiente e allo stesso tempo in grado di garantire la fiducia e la trasparenza agli investitori, l'Unione Europea si è fatta quindi promotrice di un processo volto a riformare la regolamentazione dei mercati finanziari, a prevenire eventuali abusi della normativa e a introdurre un regime di concorrenza che possa valere in tutta la comunità europea. Infine tale processo deve assolvere anche a un difficile compito, ossia quello di superare le differenze tra le discipline nazionali degli Stati membri che talvolta entrano in conflitto con la disciplina comunitaria.

Il principale contributo a questo processo di trasformazione del panorama europeo si sostanzia, prima con la Direttiva 2004/39/CE, la c.d. *Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)*, e successivamente con la promulgazione della Direttiva 2014/65/UE, la c.d. *Markets in Financial Instruments Directive II (MiFID II)* che va a modificare e innovare la Direttiva precedente.

La MiFID II è stata progettata con lo scopo di rinnovare l'assetto strutturale dei mercati finanziari europei secondo un approccio che possa garantire una migliore regolamentazione dopo l'esperienza della MiFID e dopo i problemi emersi con la crisi finanziaria; tale nuovo assetto si concretizza in parte con una nuova visione di mercato finanziario europeo, il “*Organized Trading Facilities*”, dall'altra con una nuova disciplina che fa della trasparenza il suo fulcro e che ha l'intento di rafforzare la tutela dell'investitore.

L'elaborato che segue parte da una analisi della nuova Direttiva comunitaria e della sua *ratio* di fondo, focalizzandosi soprattutto sugli elementi di novità introdotti da tale disciplina. Successivamente la norma viene analizzata alla luce di due teorie economiche, quali, la teoria principale – agente in un contesto di *asymmetric information* e di forte conflitto di interessi e le teoria della *Behavioural Finance*, o finanza comportamentale, che vede l'investitore non sempre *fully rational* e il mercato non sempre *efficient*.

1.2 MiFID II: la nuova disciplina dei mercati finanziari

La direttiva n. 2014/65/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari viene proposta in modifica della direttiva n. 2002/92/CE e n. 2011/61/UE ed è entrata in vigore il 3° gennaio 2018. Di fatti i punti deboli presenti nella previgente Direttiva e i difetti riscontrati nel complesso normativo inerenti gli strumenti e l'attività finanziaria hanno comportato *“la necessità di definire un insieme unico di norme per l'insieme degli istituti finanziari per quanto riguarda certi requisiti e di evitare il potenziale arbitraggio normativo, nonché di fornire una maggiore certezza del diritto e ridurre la complessità normativa per i partecipanti al mercato [...]. Al fine di rimuovere i restanti ostacoli alla negoziazione transfrontaliera e le distorsioni significative alla concorrenza derivanti da leggi nazionali divergenti, nonché evitare l'insorgere di ulteriori probabili ostacoli alla negoziazione transfrontaliera e distorsioni significative della concorrenza, è opportuno adottare un regolamento che definisca norme uniformi in tutti gli stati membri.”* (Regolamento n. 600/2014 MiFIR considerando n. 3).

Negli ultimi anni è aumentato il numero di investitori che operano nei mercati finanziari e l'ampia gamma di servizi e strumenti che è loro offerta è diventata ancora più complessa. Alla luce di tali sviluppi è opportuno che il quadro giuridico dell'Unione disciplini tutte le attività destinate agli investitori. È necessario quindi assicurare un adeguato grado di armonizzazione per poter offrire agli investitori un elevato livello di protezione rispondendo proprio al principio di *need of protection* dell'investitore debole, valore fondamentale in un mercato finanziario caratterizzato da forti asimmetrie informative e conflitti di interesse.

La crisi finanziaria, infatti, ha fatto emergere carenze nel funzionamento e nella trasparenza dei mercati finanziari. Si è evidenziata la necessità di rafforzare il quadro per la regolamentazione dei mercati degli strumenti finanziari al fine di aumentare la trasparenza, tutelare meglio gli investitori, rafforzare la fiducia, includere i settori non regolamentati e assicurare che le autorità di vigilanza dispongano di poteri adeguati per svolgere i loro compiti. Questo *corpus normativo* risponde quindi all'esigenza tanto di contrastare il fenomeno della speculazione che rende fragile il sistema finanziario e non protegge gli investitori, quanto di fornire alle autorità di vigilanza gli strumenti idonei a garantire la stabilità dei mercati.

A quanto suggerisce il considerando n. 123, gli Stati membri dovrebbero avere la facoltà di designare diverse autorità competenti, di natura pubblica per garantire la loro indipendenza ed evitare i conflitti di interesse, per assicurare l'adempimento degli obblighi previsti dalla direttiva. Si prevede, infatti, da parte dell'ESMA, autorità europea degli strumenti finanziari e

dei mercati, l'elaborazione di modelli per garantire una comunicazione e un processo di coordinamento tra le autorità nazionali competenti efficiente e tempestivo in materia di sospensioni, esclusioni, disfunzioni, condizioni di negoziazione anormali e circostanze riconducibili ad abusi di mercato. La disciplina individua nell'ESMA l'autorità responsabile della creazione di un mercato unico integrato per gli strumenti finanziari al fine di aumentarne la rapidità e l'adattabilità ad una economia sempre più mutevole e garantendo un elevato livello di tecnicismo.

La direttiva europea si applica alle imprese di investimento, ai gestori del mercato, ai mercati regolamentati, ai prestatori di servizi di comunicazione dati e alle imprese di paesi terzi che offrono servizi o esercitano attività di investimento tramite lo stabilimento di una succursale nell'Unione. L'ambito di applicazione della Direttiva risulta ampliato a seguito dell'introduzione di un nuovo servizio di investimento consistente nella gestione di sistemi di negoziazioni organizzati (*Organized Trading Facilities* o OTF) e di una nuova categoria di strumenti finanziari rappresentati dalle quote di emissione. Sono stati inoltre modificati in senso restrittivo taluni regimi di esenzione applicabili agli intermediari che negoziano materie prime e ai *market makers*.

La seconda MiFID si pone l'obiettivo di uniformare le regole di comportamento sui mercati finanziari europei mediante norme più dettagliate e vincoli più stringenti nell'applicazione delle norme da parte degli Stati dell'Unione. La MiFID II ha dunque lo scopo di proteggere gli investitori, con particolare attenzione alla tutela del piccolo risparmiatore; rafforzare l'integrità, l'efficienza e la trasparenza dei mercati; stimolare la concorrenza, sia permettendo gli scambi di strumenti finanziari su più mercati, sia garantendo regole e condizioni di negoziazione più uniformi nei vari Paesi dell'Unione. Nel definire le linee guida della Direttiva, il legislatore europeo si è ispirato all'idea di un vero mercato unico, dove clienti e operatori finanziari possano muoversi in un quadro chiaro e trasparente, con regole e principi condivisi.

Il legislatore europeo ha provato a risolvere i vari punti deboli della Direttiva 2004/39/CE attraverso l'introduzione di una serie di misure che vadano a colmarne i difetti, qui di seguito vengono elencati alcuni dei cambiamenti che ha apportato la nuova MiFID II su alcune aree. Per quanto riguarda la struttura del mercato:

- Definizione dei "requisiti di ammissione al Trading"
- Nuova e più ampia definizione dei mercati di scambio organizzativi
- Rafforzamento della vigilanza su tutti i mercati di scambio organizzativi

- Nuove e più ampia definizione di trading automatizzato (incluso il trading ad alta frequenza)

Sulla trasparenza prima e dopo la vendita:

- Estensione dei requisiti di trasparenza prima e dopo il “trading”
- Richiesta per le società che operano sui mercati OTC di segnalare gli scambi in specifici report di post trading
- Pubblicazione tempestiva dei dati di post trading

Sul consolidamento dei dati di post trading:

- Introduzione di specifici criteri per il consolidamento dei dati di post trading a livello Europeo
- Riduzione dei costi di accesso ai dati di post trading per gli investitori

Per quanto riguarda i derivati sulle materie prime:

- Maggiori poteri ai Regolatori al fine di un controllo più rigoroso delle posizioni in derivati su materie prime
- Applicazione della MiFID II alle Commodity Firms

Segnalazioni e allineamento sulle transazioni finanziarie:

- Allineamento dei requisiti MiFID e Market Abuse
- Estendere gli obblighi di segnalazione degli strumenti finanziari ammessi sul MTF (*Multilateral Trading Facilities*) e OTF (*Organized Trading Facilities*)

Massima protezione per i clienti/investitori:

- Revisione della normativa concernente la consulenza finanziaria
- Revisione della normativa sugli “inducements”, ossia ogni tipo di onorario, commissione o beneficio monetario o non monetario, pagato o fornito da terzi agli intermediari finanziari in relazione alla prestazione di un servizio di investimento o accessorio ai clienti.
- Innalzamento del livello di informazione fornite ai clienti sui prodotti finanziari complessi
- Innalzamento del livello di informazioni fornite ai clienti sulle polizze assicurative con contenuto finanziario
- Innalzamento del livello di informazione fornite ai clienti sui prodotti pensionistici

- Innalzamento del livello di informazione fornite ai clienti ed estensione della disciplina con riguardo ai depositi strutturati

È fondamentale inoltre ricordare che, come previsto da Trattato sull'Unione Europea, la normativa è stata redatta nel rispetto dei principi di sussidiarietà e proporzionalità per garantire una efficiente comprensione della direttiva. Tali principi sono quelli che permettono al legislatore di adeguare la portata del complesso dispositivo alle capacità ed alle modalità con cui può trovare esplicitazione l'attività degli Stati (impedendo che si determinino eccessi e definendone la misura sulla base di un rapporto costi-efficienza).

1.3 Gli obiettivi e le principali novità introdotte dalla MiFID II

Le principali novità introdotte con l'entrata in vigore di MiFID II riguardano i seguenti ambiti:

- La trasparenza: gli intermediari devono garantire alla clientela una comunicazione trasparente e coerente con il servizio prestato.
- Il servizio di consulenza: la consulenza diventa un vero e proprio servizio di investimento che può essere prestato soltanto da intermediari autorizzati.
- La classificazione della clientela: i clienti sono suddivisi in categorie, ciascuno con un diverso livello di tutela.
- La raccolta di informazioni: diventa obbligatorio raccogliere le informazioni utili per assegnare a ciascun cliente un profilo di rischio.
- La *Best Execution*: gli intermediari devono assicurare al cliente che tutte le operazioni siano eseguite alle migliori condizioni possibili.

La precaria stabilità dei mercati finanziari, che ha caratterizzato gli anni successivi alla crisi finanziaria, ha fatto sì che la trasparenza assumesse un ruolo fondamentale nel processo di ricostruzione della fiducia degli operatori del mercato. Infatti la fiducia è la colonna portante dei mercati finanziari, senza di essa viene messa a rischio la loro operatività. È la trasparenza quindi il principio cardine delle principali novità introdotte dalla Direttiva 2014/65/UE, che deve essere applicata tanto per i titoli azionari, imponendo l'obbligo di compravendita di tali strumenti in una delle sedi di negoziazione regolate, quanto per gli strumenti finanziari diversi dalle azioni. La MiFID II prevede l'obbligo di assicurare che tutte le informazioni indirizzate al cliente, in particolare sui costi e i prezzi degli strumenti finanziari sia prima che dopo la loro negoziazione (*pre e post trade*), comprese le comunicazioni di marketing, siano corrette, chiare e non fuorvianti. Per gli intermediari, vi è inoltre l'onere di rendere note queste informazioni al cliente almeno una volta all'anno. I Principi concernenti la trasparenza del nuovo combinato

disposto MiFID II/MiFIR sono ravvisabili nel TITOLO II – TRASPARENZA DELLE SEDI DI NEGOZIAZIONE, che regolamenta gli obblighi di trasparenza, le deroghe ed i differimenti alla pubblicazione per strumenti *Equity*, *Equity – Like* e *Non – Equity* negoziati sui mercati regolamentati MTF e OTF; e nel TITOLO III – TRASPARENZA PER GLI INTERNALIZZATORI SISTEMATICI E LE IMPRESE DI INVESTIMENTO CHE EFFETTUANO NEGOZIAZIONI OTC che norma i doveri di trasparenza, le deroghe e i differimenti per strumenti *Equity*, *Equity – Like* e *Non – Equity* negoziati su internalizzatori sistemati o OTC dalle Imprese di Investimento.

La MiFID II introduce il concetto di consulenza su base indipendente, intendendosi per tale la consulenza in materia di investimenti prestata con riferimento ad un'ampia gamma di prodotti e senza la percezione di compensi, commissioni o benefici non monetari da soggetti diversi dal Cliente ("Incentivi"). Pertanto, gli intermediari devono spiegare in maniera chiara che tipo di modello di servizio hanno scelto di offrire alla propria clientela. Gli intermediari abilitati possono prestare tre differenti tipologie di servizi e attività di investimento: ricezione e trasmissione ordini in modalità di mera esecuzione (*Execution only*); ricezione e trasmissione ordini, esecuzione di ordini per conto della clientela e negoziazione per conto proprio relativamente a strumenti, collocamento di prodotti finanziari e servizi di investimento; e in ultimo consulenza in materia di investimenti e gestione di portafogli. Nel prestare questi servizi l'intermediario deve assicurare all'investitore un livello di tutela crescente. In particolare: nessuna tutela è offerta al cliente che richiede i servizi di ricezione/trasmissione ordini e di esecuzione nella modalità di mera esecuzione; una tutela intermedia (appropriatezza) deve essere assicurata quando si prestano i servizi di ricezione/trasmissione ordini, esecuzione di ordini per la clientela e negoziazione per conto proprio (*tout court*) e il servizio di collocamento, verificando che il cliente abbia la conoscenza e l'esperienza necessarie alla comprensione dei rischi che lo strumento finanziario o il servizio di investimento comporta; la massima tutela (adeguatezza) deve essere assicurata quando si presta il servizio di consulenza in materia di investimento ed il servizio di gestione di portafogli, valutando la singola coerenza dell'operazione di investimento con il profilo finanziario del cliente, sulla base delle informazioni raccolte in tema di esperienza e conoscenza nel settore di investimento rilevante per il servizio, obiettivi di investimento e situazione finanziaria. La principale novità rispetto alla normativa precedente riguarda il servizio di consulenza. Con l'applicazione della Direttiva la consulenza in materia di investimenti diventa un servizio di investimento che può essere prestato solo dagli intermediari abilitati muniti di specifica autorizzazione da parte delle autorità di vigilanza. Oltre a introdurre la consulenza tra i servizi di investimento, la normativa delinea

i sui tratti essenziali: personalizzazione e specificità. Perché si possa parlare di consulenza, è necessario che l'intermediario presti al cliente una "raccomandazione personalizzata", ossia basata sulle caratteristiche dell'investitore, e che si traduca in una specifica indicazione ad investire in determinati strumenti finanziari. Nel prestare il servizio di consulenza l'intermediario deve assicurare all'investitore il massimo livello di tutela previsto dalla normativa tramite una verifica di adeguatezza.

La MiFID II introduce una nuova classificazione della clientela e associa a ciascuna categoria di clienti un distinto livello di tutela. Questa categorizzazione è stata proposta ai fini della divulgazione e segnalazione delle informazioni, nonché per verificare l'idoneità all'investimento per certe tipologie di prodotti. In particolare sono previste tre categorie di investitori: controparti qualificate, clienti professionali e clienti al dettaglio. "Controparti qualificate" sono gli investitori ritenuti in assoluto i meno bisognosi di protezione, tra cui i governi nazionali, le banche centrali e le organizzazioni sopranazionali. "Clienti professionali" sono i clienti che possiedono l'esperienza, la conoscenza e la competenza necessarie per prendere le decisioni di investimento in modo autonomo e consapevole. Sono classificati come clienti professionali coloro che soddisfano almeno due dei tre criteri che seguono: hanno svolto frequentemente delle operazioni finanziarie, hanno un ampio portafoglio titoli e hanno lavorato nel settore dei servizi di investimento. A titolo di esempio, rientrano in questa categoria gli enti creditizi, le imprese di investimento e le imprese di assicurazione. La categoria dei "clienti al dettaglio" o "*retail*" comprende tutti i clienti diversi da quelli "qualificati" e dai "professionali". Nei confronti dei clienti al dettaglio si applicano tutte le regole a tutela degli investitori previste dalla Direttiva.

Per svolgere il servizio di consulenza ed essere in grado di valutare l'adeguatezza delle operazioni, l'intermediario deve raccogliere dal cliente le informazioni necessarie a definire il suo profilo finanziario. Questa attività deve essere svolta utilizzando un questionario di profilatura, un'intervista costituita da domande relative a: conoscenza ed esperienza in materia di investimenti; obiettivi di investimento, che includono i dati sull'orizzonte temporale degli investimenti, il profilo di rischio del cliente e le finalità dell'investimento; situazione finanziaria, che comprende i dati utili alla comprensione dello stato economico e patrimoniale del cliente. Quando l'intermediario finanziario non ottiene le informazioni necessarie alla "valutazione di adeguatezza" non può prestare il nuovo servizio di consulenza in materia di investimenti. Gli intermediari inoltre non possono incoraggiare un cliente o un potenziale cliente a non fornire le informazioni richieste ai sensi dell'articolo 39 "Informazioni dai clienti nei servizi di consulenza in materia di investimenti e gestione di portafoglio". È bene

sottolineare che il dovere di valutare l'adeguatezza o l'appropriatezza non si traduce in un'obbligazione di risultato da verificare *ex post*, ma in un'obbligazione di mezzi che esige l'approntamento di idonee procedure di valutazione, la cui idoneità è da valutare secondo un criterio *ex ante*.

Per quanto riguarda la *Best Execution*, sino ad oggi gli scambi di titoli potevano avvenire solo sui mercati regolamentati. Con l'introduzione della MiFID II gli stessi titoli possono essere scambiati anche su più sistemi di negoziazione alternativi ai mercati regolamentati. La Direttiva impone che gli intermediari selezionino il mercato su cui eseguire gli ordini dei clienti in modo che le operazioni siano realizzate con il miglior risultato possibile per il cliente, valutando il prezzo del titolo, i costi di negoziazione, la rapidità e la probabilità di esecuzione, le dimensioni e la natura dell'ordine. I principali punti di differenziazione rispetto alla Direttiva precedente in ambito di *Best Execution* sono elencati di seguito. In primis la valutazione dell'adeguatezza del prezzo per prodotti OTC ("*Over The Counter*", contratti finanziari conclusi mediante negoziazione diretta fra le controparti al di fuori di un mercato borsistico ufficiale). Nonostante i fattori di *Best Execution* non siano stati alterati rispetto alla MiFID I, nell'esecuzione di ordini su prodotti OTC, l'intermediario sarà chiamato a valutare l'adeguatezza del prezzo proposto al cliente servendosi di dati di mercato utilizzati per la stima del prezzo o attraverso altri prodotti simili (*Technical Advice* di ESMA, 2.21. Best Execution, 5, pag. 178). In secondo luogo i costi direttamente collegati alla realizzazione dell'ordine: quando l'impresa di investimento esegue un ordine per conto di un cliente al dettaglio, il migliore risultato possibile è determinato in termini di corrispettivo totale che terrà conto del prezzo dello strumento finanziario e dai costi relativi all'esecuzione, tra cui sono da considerare tutte le spese sostenute dal cliente che sono direttamente connessi alla realizzazione dell'ordine, comprese le spese di sede di esecuzione, costi di compensazione e di regolamento e qualsiasi altra competenza pagata a terzi in relazione all'esecuzione dell'ordine. La *disclosure* dei costi delle sedi di esecuzione (Art. 27 c.2 MiFID II), che impone che le variazioni di commissioni applicate dall'impresa di investimento a seconda della sede di esecuzione utilizzata dovranno essere comunicate ai clienti per consentire loro di comprendere sia i vantaggi che gli svantaggi della scelta di una sede di esecuzione rispetto ad un'altra. Le istruzioni del cliente, per cui l'intermediario non deve indurre il cliente, dando diretta indicazione o suggerendo implicitamente il contenuto, ad istruire l'esecuzione di un ordine se tale indicazione ha la probabilità di impedire al cliente di ottenere il miglior risultato possibile (*Technical Advice* di ESMA, 2.21. Best Execution, 17, pag. 176). Divieto di percezione di remunerazione da canalizzazione di ordini verso un'unica sede (Art. 27 c.2 MiFID II): le imprese di investimento non possono percepire remunerazioni, sconti o benefici

non monetari per la canalizzazione degli ordini verso una particolare sede di negoziazione o di esecuzione i quali violino le norme sui conflitti di interesse o sugli incentivi. *Disclosure* della *Execution Policy* (Art 27 c.5 MiFID II): requisito già presente nella MiFID I ma con la MiFID II la policy di *Best Execution* dovrà essere fornita ai clienti ottenendo il consenso preliminare. La policy dovrà contenere anche la lista dei fattori utilizzati per selezionare la sede di esecuzione comprensiva di schemi di *clearing* e di eventuali aste schedate, dovrà spiegare come avvenga la selezione delle sedi, come venga valutata la qualità di esecuzione e come venga monitorata e verificata la *Best Execution* (*Technical Advice* di ESMA, 2.21. *Best Execution*, 11 – 12, pag. 175). Pubblicazione annuale dei dati di *Best Execution*: nella prestazione di Ricezione e Trasmissione Ordini, sarà necessaria la pubblicazione annuale dei primi cinque intermediari a cui l'intermediario ha trasmesso gli ordini e la valutazione della qualità di esecuzione (art. 27 c.6 MiFID II). Monitoraggio obbligatorio: la richiesta rispetto ai requisiti sinora in vigore sulla verifica dell'aderenza dell'operatività alla *policy* richiederà un monitoraggio approfondito sull'adeguatezza delle sedi di esecuzione nel fornire il miglior risultato possibile per il cliente (Art. 27 c.7 MiFID II). Notifica ai clienti di cambiamenti strutturali: l'ESMA definisce come cambiamenti strutturali quegli eventi di natura interna o esterna con impatto sulla politica o sugli accordi di esecuzione (*Technical Advice* di ESMA, 2.21. *Best Execution*, 14, pag. 179), i quali hanno l'obbligo di essere comunicati alla clientela (art. 27 c.7 MiFID II).

2. MiFID II e Behavioural Finance

2.1 La finanza comportamentale e il riflesso sul quadro normativo

La crisi finanziaria ha avuto importanti ricadute in tutti i settori della regolamentazione delle finanze, vale a dire le norme di vigilanza bancaria, le questioni di insolvenza e soprattutto per quanto riguarda la tutela degli investitori. Il fallimento di *Lehmann Brother* è solo un famoso caso dell'impatto che la crisi finanziaria ha avuto sugli investitori privati, portando talvolta anche alla distruzione dei loro patrimoni. Quindi è evidente che la tutela degli investitori sia all'ordine del giorno delle discussioni legali, chiedendosi in particolare se gli strumenti e i paradigmi tradizionali siano ancora sufficienti per evitare situazioni e problemi simili in futuro. Mentre le norme giuridiche tradizionali si basano sull'assunzione di un comportamento razionale da parte dei risparmiatori, l'ultima crisi finanziaria ha dimostrato le problematiche delle teorie economiche classiche, portando così a nuove intuizioni di finanza comportamentale.

La tutela dell'investitore si fonda su un complesso insieme di previsioni normative e regolamentari che si occupano della relazione intermediario – cliente sia attraverso obblighi di

condotta e organizzazione a carico dell'intermediario, sia attraverso una complessa disciplina del flusso informativo biunivoco tra i due soggetti coinvolti. Tali obblighi mirano entrambi a garantire che l'intermediario renda i propri servizi nel miglior interesse dell'investitore (*Best Execution*) e che la relazione tra i due soggetti sia il più trasparente possibile.

In sede di prestazioni di servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafoglio, gli intermediari finanziari hanno l'obbligo, innanzitutto, di raccogliere tutte le informazioni necessarie a profilare correttamente la propria clientela, in modo da rispondere ai loro interessi in maniera adeguata e non superando il loro profilo di rischio, in secondo luogo, di offrire all'investitore precise informazioni circa i servizi e gli strumenti finanziari proposti. Entrambi questi aspetti del lavoro dell'intermediario finanziario si connotano per particolare delicatezza e criticità che derivano dai deficit cognitivi e dai *bias* comportamentali degli individui, dove per *bias* si intende una forma di distorsione dello schema con cui si valutano le situazioni, causata fondamentalmente dal pregiudizio.

Gli ultimi studi e le evidenze empiriche degli studiosi di finanza comportamentale confermano che di fronte a scelte complesse, ad esempio quelle in condizioni di incertezza tra le quali rientrano le scelte di investimento, le decisioni prese dagli individui contravvengono sistematicamente alle ipotesi principali della teoria economica classica che considera gli investitori perfettamente razionali. Un quadro normativo basato sull'ipotesi di un comportamento razionale degli individui e di un mercato perfetto, dunque, non potrà rivelarsi pienamente efficace nel tutelare persone che, nelle loro decisioni finanziarie, sono condizionate, anche non consapevolmente, dai propri limiti cognitivi e comportamentali.

A livello europeo, negli ultimi anni, nuove leggi e direttive sono state all'ordine del giorno al fine di proteggere l'investitore, come la più recente Direttiva sui mercati degli strumenti finanziari. Lo sviluppo di un servizio di intermediazione finanziaria teso al miglior interesse possibile per l'investitore privato, costituisce la concreta traduzione del modello di servizio immaginato dal legislatore comunitario a tutela della parte più debole, ossia il cliente. L'effettiva adesione allo spirito della MiFID II richiede, infatti, agli intermediari lo *switch* da una logica imperniata sulla vendita di un unico prodotto finanziario a un modello di relazione con il cliente fondato su un rapporto di lungo periodo e con solidi legami di fiducia.

Una relazione di fiducia reciproca e di protezione dell'investitore irrazionale viene garantita dal legislatore europeo che obbliga le imprese di investimento a fornire ai cliente o ai potenziali clienti informazioni corrette, chiare e non fuorvianti (art. 19 della Dir. 2004/39/CE riferito alle *Norme di comportamento da rispettare al momento della prestazione di servizi di investimento*

ai clienti). Le informazioni dovrebbero inoltre comprendere gli orientamenti e le avvertenze adeguate sui rischi associati agli investimenti, ai luoghi di esecuzione e ai costi e gli oneri connessi. Queste funzioni sono volte direttamente a fornire ai clienti una visione approfondita della natura e dei rischi cui sono soggetti in modo che possano disporre di una base pienamente informata per prendere le loro decisioni di investimento e possano far fronte, almeno in parte, ai loro comportamenti inconsapevolmente irrazionali.

2.2 I presupposti della Behavioural Finance

Nel corso degli ultimi anni nel mercato si sono osservati due principali fenomeni: primo che gli investitori non si comportano secondo le regole della *mainstream theory* e secondo che i mercati finanziari mostrano sempre più spesso persistenti e non marginali allontanamenti dall'efficienza.

Il punto di partenza per l'analisi del comportamento degli operatori e dei mercati finanziari è tradizionalmente costituito dal congiunto di due assiomi che insieme dettano le basi della teoria economica classica e sono che gli operatori sono soggetti razionali e massimizzanti e che i mercati, in senso informativo, sono efficienti. I soggetti economici operano per massimizzare una determinata funzione di utilità e sono in grado di utilizzare in modo razionale tutta l'informazione loro disponibile. Essi non sono infallibili ma non compiono errori sistematici, infatti, chi sbaglia ripetutamente, si estingue. I mercati, invece, riflettono in modo veloce e completo tutta l'informazione rilevante (*weak, semi-strong and strong form*) e i prezzi riflettono in modo tendenzialmente corretto il valore intrinseco delle attività svolte. Gli scostamenti dal *fair value* sono di valore limitato e di breve durata grazie all'operare degli arbitraggisti che non sono in grado di battere continuamente il mercato.

Nel mondo reale, però, le ipotesi sottostanti la teoria classica, soprattutto negli ultimi tempi, sembrano venire meno: gli investitori sempre di più compiono sistematici errori operativi ed effettuano scelte di investimento non massimizzanti; e i mercati mostrano significative e ripetute violazioni dell'efficienza per cui non riflettono il valore corretto delle attività finanziarie. La *Behavioural Finance*, sviluppata negli ultimi vent'anni, aiuta a spiegare alcuni fenomeni che non sono del tutto comprensibili sotto le ipotesi tradizionali, anche se la teoria classica rimane il paradigma principale per spiegare una vasta maggioranza dei fenomeni (gli investitori sono mediamente razionali e i mercati normalmente tendono verso l'efficienza).

Per prendere decisioni in situazioni di incertezza (ad esempio nelle scelte di investimento), è necessario stimare la probabilità di un evento. Kahneman e Tversky, due psicologi israeliani, nel 1974, affermano che i soggetti formulano queste stime sulla base di un numero limitato di

meccanismi euristici che permettono di ridurre la complessità del problema. La stima della probabilità è simile alla stima di una distanza: il cervello dell'uomo si basa su regole semplici e approssimative, ad esempio basate sulla chiarezza dei contorni visivi dell'oggetto. Tuttavia l'approssimazione della regola può portare a considerevoli errori di stima. Gli operatori economici utilizzano spesso un approccio euristico per la raccolta delle informazioni necessarie per determinare le proprie scelte. Si tratta di un approccio poco rigoroso, a carattere intuitivo, che consente di prevedere o rendere plausibile un risultato. L'euristica permette all'investitore di semplificare le decisioni in contesti di incertezza, ma, contemporaneamente, può generare degli errori sistematici e significativi, che alterano il processo. Euristica è quindi sinonimo di intuizione; gli investitori utilizzano la realtà circostante per creare delle "nuove" regole, che possono concludersi in risultati positivi ma anche portare ad esiti disastrosi. K&T individuano tre euristici principali: la rappresentatività (le stime tendono a basarsi su stereotipi), la disponibilità (le stime si basano sulla frequenza di ricordi passati) e l'ancoraggio (le stime sono fortemente influenzate da poche informazioni considerate salienti).

La rappresentatività è un'euristica che gli individui applicano quando si elaborano le informazioni durante il processo di scelta e indica la tendenza dell'individuo a formulare giudizi di probabilità ricorrendo a stereotipi e a situazioni familiari. La probabilità che l'agente economico attribuisce ad un determinato evento dipende da quanto quell'evento è "rappresentativo" di una certa classe di fenomeni. Uno degli errori più comuni che può essere generato da tale euristica deriva dal fatto che gli individui non tengono conto della frequenza oggettiva e osservabile di un fenomeno e dell'ampiezza del campione, ovvero l'inferenza che deriva dalla rappresentatività tende ad essere poco sensibile alle informazioni oggettive. Altro errore generato è il cosiddetto "errore dell'unione": l'individuo tende a sovrastimare, dati due eventi, la probabilità di quello congiunto. Questa è una evidente violazione delle leggi statistiche, secondo le quali la probabilità congiunta di due eventi è sempre inferiore rispetto a quella di ciascun evento preso individualmente. Facendo riferimento ai mercati finanziari, si riscontra il *winner-loser effect* per cui gli investitori apprezzano più del dovuto (e quindi risultano essere più ottimisti) quei titoli che stanno ottenendo delle ottime performance rispetto a quelli che hanno realizzato risultati più contenuti. Un'altra tendenza errata è quella di giungere a decisioni basate sulla legge dei grandi numeri, valida solamente su un campione osservato di notevoli dimensioni, anche quando il campione in esame è invece di ridotte dimensioni.

L'euristica della disponibilità si riferisce al fatto che gli individui, quando raccolgono le informazioni necessarie per fare le loro scelte, tendono ad attribuire una probabilità maggiore a quelle che sono più frequenti e più facilmente rintracciabili nella loro mente. Questo modello

cognitivo può essere generatore di errori, in quanto la disponibilità di un'informazione è influenzata da fattori che non sono legati solo all'effettiva frequenza con cui si verifica un evento. Un esempio è costituito dall'informazione che si ottiene dai mezzi di comunicazione: poiché essi tendono a dare un'enfasi maggiore a certe cose piuttosto che ad altre, un individuo può ritenere un evento più probabile di un altro solamente perché ne ha sentito parlare/discutere più volte al telegiornale, alla radio o sui quotidiani. Quindi l'oggettiva frequenza di un determinato evento viene falsata dalla familiarità e dalla notorietà, ma anche dalla facilità con la quale si riescono a ricostruire gli eventi stessi.

L'ancoraggio, infine, identifica la consuetudine degli agenti economici ad "aggrapparsi" ad una informazione ritenuta particolarmente significativa o ad una ipotesi iniziale forte, che agiscono da vera e propria ancora. Il punto di partenza influenza tutte le valutazioni successive, generando fenomeni di *underreaction* a notizie e fatti nuovi, con naturale conseguenza che l'idea iniziale, anche se sbagliata, difficilmente sarà rivista. L'ancoraggio può derivare dal valore che ha assunto in passato un certo fenomeno, dal modo in cui è stato presentato il problema o da un'informazione casuale.

Queste "scorciatoie mentali", che tendono a convivere, permettono dunque di giungere a soluzioni immediate ma portano spesso a compiere errori sistematici avendo al contempo un ingiustificato senso di sicurezza.

Un effetto molto studiato in finanza che deriva da una combinazione dei diversi bias euristici è la cosiddetta *overconfidence*, ovvero un eccesso di fiducia nelle proprie abilità. Questo discende dall'apparente facilità di formulare una previsione sulla base di luoghi comuni (rappresentatività), ricordi (disponibilità) e punti di riferimento esterni (ancoraggio). L'*overconfidence* può quindi manifestarsi in varie modalità: la *miscalibration* per cui la gente messa davanti alla valutazione delle probabilità mostra un intervallo di confidenza troppo ristretto; l'effetto meglio della media per il quale normalmente la gente pensa di essere meglio della media e l'illusione di controllo affiancata a un eccessivo ottimismo che comporta che la gente di norma ha un'attesa eccessiva circa la sua probabilità di successo se confrontata con dati oggettivi. Se consideriamo l'*overconfidence* per quanto riguarda il comportamento degli investitori, si può notare una tendenza verso la presunzione di poter "battere il mercato", un'estrapolazione a medio termine dai trend di breve periodo con il risultato di un portafoglio che segue il mercato invece di prevenirlo e un'iper o sotto reazione alle nuove informazioni. Teoricamente un investitore razionale dovrebbe, nel tempo, correggere i propri errori. A forza di formulare previsioni errate e subirne le conseguenze finanziarie, dovrebbe correggersi, o quantomeno guadagnare in umiltà e diminuire il livello di confidenza nelle proprie capacità. Si

è osservato che questo non avviene a causa di alcuni fenomeni di natura psicologica: la *regret aversion* e l'aggregazione dei risultati.

Secondo la *regret aversion* (avversione al rammarico), la disutilità connessa al risultato di una decisione sbagliata deriva non solamente dalle conseguenze materiali e finanziarie della scelta, ma anche dal rammarico per aver sbagliato. Quindi si sviluppa una tendenza a minimizzare questo rammarico attraverso operazioni mentali che rendano meno lampante l'errore compiuto. La colpa della scelta sbagliata viene solitamente attribuita a cause esterne e i risultati dell'investimento vengono considerati nella forma che minimizza l'evidenza dell'errore. Uno degli effetti più documentati dell'avversione al rammarico è la tendenza degli investitori a non liquidare le posizioni in perdita e a disinvestire troppo presto gli investimenti in utile. L'aggregazione dei risultati comporta che per minimizzare il rammarico derivante da un'operazione sbagliata spesso il risultato insoddisfacente viene aggregato con quello di altre operazioni che l'hanno preceduto nel tempo in modo tale da ridurre l'evidenza. In particolare le perdite vengono aggregate con i guadagni maggiori e i guadagni vengono separati dalle perdite maggiori. Questo porta frequentemente a variare l'orizzonte temporale di valutazione dell'investimento distorcendone gli effetti.

Se prendiamo in considerazione un investitore razionale di fronte a delle scelte di portafoglio, solitamente il processo di *asset allocation* si realizza in due fasi: primo la costruzione di una frontiera efficiente, ovvero di un insieme di portafogli che offrono il maggior rendimento possibile dato un determinato livello di rischio; secondo la scelta di uno dei portafogli che si trovano sulla frontiera in base alla propensione al rischio dell'investitore. L'ipotesi di razionalità dell'investitore può essere riassunta in tre principi che affermano che l'investitore valuta i diversi portafogli sulla base della ricchezza prodotta alla fine, che l'investitore non è mai sazio e che la ricchezza genera un beneficio marginale decrescente. Dalle ricerche della *Behavioural Finance* giungono però evidenze empiriche secondo cui l'investitore non segue questi dettami di comportamento.

Kahneman e Tversky nel 1979 hanno formulato la *Prospect Theory* che valuta la razionalità delle scelte in condizioni di incertezza degli investitori e hanno osservato tre principali violazioni dello schema visto in precedenza che si sostanziano nell'effetto certezza, l'effetto di riflessione e l'effetto di isolamento. Secondo l'effetto certezza, gli investitori tendono a non valutare in modo corretto le probabilità e in particolare si nota una preferenza per la certezza superiore a quella teorica. Questo porta ad apprezzare in modo sproporzionato eventi certi e a non considerare le differenze tra eventi molto poco probabili. Riguardo l'effetto di riflessione, si osserva che i soggetti tendono ad avere comportamenti di fronte al rischio differenti a seconda

che si confrontino con perdite o con guadagni, contrariamente alla teoria classica dell'utilità attesa che prevede che guadagni e perdite siano considerati alla medesima maniera. Secondo l'effetto di isolamento (*framing*), dall'evidenza empirica appare che i soggetti tendono a scomporre una decisione nelle sue componenti più elementari e focalizzarsi solo su quelle che ritengono più rilevanti. Dato che una decisione può essere scomposta in più modi, questo comporta scelte diverse per situazioni identiche. Oltre a questi effetti, l'investitore che opera in condizioni di incertezza è soggetto all'avversione alle perdite che porta ad un irragionevole attaccamento a ciò che si possiede e fa sì che la stessa decisione, a volte, può dare origine a scelte opposte se gli esiti vengono rappresentati al soggetto come perdite piuttosto che come mancati guadagni. In sintesi, quindi, l'individuo quando si trova di fronte a delle scelte di investimento si caratterizza per alcune anomalie: una valutazione non lineare delle probabilità, un'avversione al rischio variabile, un'utilità definita sui guadagni e sulle perdite e non sulla ricchezza finale, un'avversione alle perdite e un'incapacità di considerare problemi complessi e dunque una dipendenza dal modo di presentazione, di cui parleremo nel prossimo paragrafo approfondendo la teoria dei *nudge* e l'architettura delle scelte.

Gli ultimi studi di finanza comportamentale sono catturati dalla nuova MiFID II soprattutto attraverso la profilatura dei clienti, con l'obbligo di raccogliere dati aggiornati da parte dell'intermediario ogni tre anni. Il questionario di profilatura consiste in una serie di domande riguardanti la conoscenza e l'esperienza del cliente in materia di strumenti finanziari e i suoi obiettivi di investimento in termini di orizzonte temporale e scopi prevalenti. Il criterio base fortemente raccomandato nella redazione del questionario è quello dell'effettività: deve essere chiaro, comprensibile, esaustivo e, soprattutto, deve tener conto e prevenire i cosiddetti comportamenti devianti, ossia quelle componenti psicologiche che portano il cliente a non dare risposte credibili sulle sue caratteristiche e sul suo profilo di rischio. Anche la struttura del questionario è necessario che sia ordinata e divisa in paragrafi, in base ai tipi di domande e risposte (evitando quelle in batterie), nonché il linguaggio utilizzato, che deve essere comprensibile, rinunciando il più possibile a formulazioni troppo tecniche e riservate agli esperti. L'impresa finanziaria determina il profilo finanziario di ciascun investitore sulla base delle informazioni specifiche raccolte tramite il questionario e associa a ciascun cliente un determinato profilo di rischio, solitamente un numero da 1 a 5 che va ad identificare una scala da "prudentissimo" ad "aggressivo". Questa classificazione della clientela è forse l'esempio più lampante della tutela degli investitori irrazionali promulgata dalla Direttiva europea, poiché ogni qual volta venga fatta una proposta di investimento al cliente, antecedentemente la sua

accettazione, la proposta viene sottoposta a una valutazione di adeguatezza e potrebbe venire rifiutata e mai presentata se non conforme con il profilo di rischio in questione.

2.3 The Nudge: la “spinta gentile”

Richard H. Thaler è professore di Economia e Scienze del comportamento alla *Graduate School of Business* dell’Università di Chicago e vincitore nel 2017 del premio Nobel per l’Economia “per i suoi contributi all’economia comportamentale”. Thaler è anche autore, insieme al giurista di Harvard Cass R. Sunstein, di *Nudge*, un libro che ha avuto un successo da *best-seller* negli Stati Uniti e che ora è stato pubblicato anche in Italia da Feltrinelli, che dà al titolo la traduzione di “pungolo” e il significato di “spinta gentile”.

Sulla scia degli economisti comportamentali, Thaler ha studiato le conseguenze per l’analisi economica derivanti dall’abbandonare l’ipotesi di agenti economici razionali alla base della modellistica classica e neoclassica. Gli autori in *Nudge* osservano che se si legge un manuale di economia, si scopre che l’*homo oeconomicus* ha le facoltà intellettuali di Albert Einstein, una capacità di memoria paragonabile a quella del Big Blue, il super computer della IBM, e una forza di volontà degna di Gandhi, ma le persone che conosciamo non sono fatte così. Più realisticamente, gli esseri umani sono caratterizzati da razionalità limitata ed errano in modo prevedibile. In altre parole, “non appartengono alla specie dell’*homo oeconomicus*, ma a quella dell’*homo sapiens*” (edizione italiana di Thaler e Sunstein 2008, pp. 13), alle quali corrispondono le due categorie impiegate nel libro di “Econi” e “Umani”.

I tratti tipici degli Econi, ossia razionalità e forza di volontà illimitata ed egoismo sconfinato, non sono propri degli Umani che invece sono caratterizzati da razionalità, volontà e autocontrollo limitati e mostrano, almeno in determinate situazioni, delle preferenze sociali. Facendo leva sulle “imperfezioni” degli esseri umani, è possibile, secondo gli autori, definire un modello di intervento pubblico più efficace a cui viene dato il nome di paternalismo libertario. Questo viene inteso come un approccio alla politica delle decisioni che, adottando pungoli e incentivi nella forma di spinte gentili, preservi la libertà di scelta degli individui e allo stesso tempo ne cerchi di influenzare e facilitare i comportamenti al fine di rendere le loro scelte migliori.

In tutto il libro vengono evidenziate principalmente tre caratteristiche degli Umani che a parere degli autori sono state anche alla base della crisi finanziaria del 2008, e queste sono la razionalità limitata, la scarsa capacità di autocontrollo e le influenze sociali.

- Razionalità limitata: Thaler ha studiato come le limitazioni cognitive e la crescente complessità del mondo finanziario influenzino i mercati. Per spiegare come gli individui semplifichino il processo decisionale sulle questioni finanziarie, Thaler ha sviluppato la teoria nota come *contabilità mentale* o *mental accounting*. Secondo questo modello, gli agenti adottano sistemi di controllo interni, ossia creano conti separati nelle loro menti, concentrando le decisioni di spesa sulla disponibilità assegnata alla singola voce di spesa, invece di riferirsi all'impatto totale delle scelte. Inoltre, nelle sue ricerche ha mostrato come l'avversione alle perdite possa spiegare come gli individui, "quando devono rinunciare a qualcosa subiscono un danno maggiore del piacere che proverebbero nell'ottenere quella stessa cosa" (edizione italiana di Thaler e Sunstein 2008, pp. 42).
- Mancanza di autocontrollo: Thaler, partendo dall'analisi dei problemi di autocontrollo e volontà limitata, ha definito un modello di agente economico chiamato *planner-doer*, un lungimirante "pianificatore" e un miope "esecutore", per descrivere la tensione interna tra la pianificazione di lungo termine, volta alla ricerca della felicità e al conseguimento di obiettivi ambiziosi, e le azioni compiute nel breve termine che hanno un fine decisamente più limitato. Questa tensione spiega il motivo per cui gli agenti economici cedono alle tentazioni nell'immediato, mentre incontrano difficoltà nel realizzare i programmi futuri.
- Influenze sociali: l'autore afferma che gli Umani vengono spesso pungolati da altri Umani al contrario degli Econi, in particolare, "gli Umani non sono certo lemming, ma vengono influenzati altrettanto facilmente dalle affermazioni e dalle azioni altrui" (edizione italiana di Thaler e Sunstein 2008, pp. 61). Sapendo che altri possono vedere i propri comportamenti, gli individui sono più propensi a conformarsi al gruppo anche quando pensano, o sanno, che tutti gli altri hanno commesso un errore madornale.

Thaler, nei suoi lavori, ha dimostrato come una "spinta gentile", un *nudge*, possa aiutare le persone a mostrare un migliore autocontrollo, a sostenere delle scelte di lungo termine e a non farsi trarre in inganno dalle influenze sociali. Il concetto di *nudge* è definito come "un pungolo [...], una spinta gentile, cioè qualsiasi aspetto dell'architettura delle scelte che altera il comportamento degli individui in maniera prevedibile, senza proibire alcuna opzione o modificare in misura significativa gli incentivi economici. Per essere considerato un semplice pungolo, l'intervento deve poter essere evitato facilmente e senza costi aggiuntivi. I pungoli non sono imposizioni, sono spinte gentili. Collocare la frutta ad altezza

occhi può essere considerato un pungolo, vietare il cibo spazzatura no” (edizione italiana di Thaler e Sunstein 2008, pp. 12).

Secondo gli autori di *Nudge*, le autorità di regolamentazione, soprattutto in campo finanziario, dovrebbero fare il possibile per sostenere gli individui nel gestire la complessità, nel resistere alla tentazione e nel non farsi influenzare dalle pressioni sociali. “Una reazione alla complessità potrebbe essere quella di imporre la semplicità” oppure “un approccio migliore è aumentare la trasparenza e la divulgazione. Per scongiurare il rischio di un futuro disastro finanziario, le autorità di regolamentazione dovrebbero costringere tutte le parti in causa a rendere trasparenti i veri rischi dei loro complicati prodotti finanziari” (edizione italiana Thaler e Sunstein 2008, pp. 252-253).

La normativa europea MiFID II assolve anche a questo difficile compito. La *ratio* di fondo dell’intera disciplina è infatti la maggiore trasparenza e la maggiore informativa nei confronti dell’investitore. La Direttiva in particolare prevede che per ogni operazione finanziaria, che sia un acquisto, un disinvestimento, la sottoscrizione di un mutuo etc... l’investitore riceva una notifica per mezzo postale o elettronico, in cui vengono esplicitati tutti i dettagli dell’operazione, compresi relativi rischi e costi, e con la quale deve dare conferma per procedere. Inoltre, per legge almeno una volta all’anno o ogni volta su richiesta del cliente, quest’ultimo riceve direttamente a casa una rendicontazione indicante il patrimonio posseduto presso ogni istituto di credito e le attività finanziarie compiute. Questo meccanismo può essere considerato un pungolo da parte delle autorità di regolamentazione dei mercati finanziari. Un semplice strumento, una spinta gentile, per aiutare l’individuo a valutare e meditare con più calma e razionalità sulle proprie decisioni in campo economico.

3. L’asimmetria informativa e la tutela della MiFID II

3.1 La teoria dell’agenzia nell’intermediazione finanziaria

Il contratto di agenzia è la relazione tra un attore (il principale) che delega a un altro attore (l’agente) il potere discrezionale di agire nell’interesse del principale, dietro ricompensa. Potenziali relazioni di agenzia sono largamente diffuse nel sistema economico: ne sono esempi quelle tra proprietari e manager di un’impresa, fra direttore generale e responsabili divisionali, fra compagnie di assicurazione e assicurati, fra datori di lavoro e lavoratori, fra banche e affidati e in particolare, per questa discussione, fra intermediari finanziari e risparmiatori.

Oggetto della relazione di agenzia è il risultato di comportamenti non prevedibili e non direttamente osservabili dal principale; infatti il problema sorge quando l'agente e il principale hanno interessi diversi e quest'ultimo non è in grado di riconoscere facilmente se l'operato del primo avvenga effettivamente nel suo interesse. Nel contratto tra principale e agente si considerano due soggetti a razionalità limitata comportando quindi un'ovvia asimmetria informativa, ossia differenze nelle informazioni a disposizione degli attori coinvolti (contratto incompleto). Ad alimentare l'asimmetria informativa vi è anche una diversa avversione al rischio tra i due soggetti, per cui l'agente, più esperto in materia e in possesso di maggiori informazioni, sarà meno influenzato dal rischio delle operazioni di investimento; al contrario, il principale, ossia il cliente che affida i propri risparmi in fede all'intermediario, si caratterizza normalmente per un'elevata avversione al rischio.

Ogni volta che un risparmiatore decide di acquistare un prodotto di risparmio o di investimento compie le stesse operazioni di quando compra un capo di abbigliamento, con la differenza che quest'ultimo è tangibile ed è quindi più facile verificarne le caratteristiche. In generale, dato che venditore e compratore partecipano allo scambio da posizioni opposte, essi hanno necessariamente conoscenze diverse e, di norma, è il venditore ad avere maggiori informazioni riguardo l'oggetto dello scambio. Questo disequilibrio definisce l'asimmetria informativa. Il venditore di un'auto usata, ad esempio, conosce bene la qualità del prodotto, mentre la valutazione dello stesso è molto difficile per il compratore (i *Lemons* di Akerlof). Generalmente, l'asimmetria informativa è tanto più elevata quanto maggiore è la complessità del bene o del servizio oggetto dello scambio, e può generare situazioni di opportunismo a scapito di una delle controparti.

Se esiste un vantaggio informativo a favore di una delle due parti si possono generare due diverse tipologie di problemi: la selezione avversa e l'azzardo morale. La selezione avversa, o opportunismo pre-contrattuale, si verifica quando una delle parti, durante la stipulazione del contratto, non è in grado di osservare importanti caratteristiche relative all'altra parte o al bene oggetto della transazione, quindi il venditore può comunicare all'acquirente solo alcune delle informazioni in proprio possesso inducendolo ad effettuare scelte inefficienti, si tratta perciò di una situazione di *hidden information*. L'azzardo morale, o opportunismo post-contrattuale, invece, si attua quando alcune azioni che avvengono dopo la conclusione del contratto non sono osservabili e quindi una delle due parti può agire perseguendo i propri interessi, sfruttando a proprio favore tutti gli spazi di libertà, senza che l'altra parte ne venga immediatamente a conoscenza, si tratta dunque di una situazione di *hidden action*.

Questa seconda tipologia di problema si manifesta con maggiore frequenza nell'ambito economico. Nelle aziende, ad esempio, un dipendente può sottrarre tempo nello svolgimento di un progetto per la sua attività commerciale che svolge come secondo lavoro o semplicemente chiacchierando con amici al telefono. Un amministratore delegato può prendere decisioni che migliorano la situazione dell'impresa nell'immediato a discapito dei profitti di lungo periodo per ottenere bonus e promozioni. Gli operatori finanziari che si occupano dell'investimento e del risparmio delle famiglie, potrebbero avere interesse a modificare il portafoglio dei risparmiatori in misura superiore a quella richiesta effettivamente per trarre un maggiore profitto dalle commissioni (*inducements*).

L'asimmetria informativa, come detto precedentemente, fa sì che la controparte possa adottare comportamenti opportunistici di tipo pre-contrattuale e post-contrattuale. Gli elementi più importanti per l'individuazione del problema della selezione avversa e dell'azzardo morale, soprattutto nel campo dell'intermediazione finanziaria, sono: l'esistenza di interessi divergenti tra le parti (conflitto d'interesse) e la scarsa possibilità e capacità per l'investitore di verificare le azioni e le maggiori informazioni della controparte. Infatti, in generale, non è pensabile, da parte di ogni singolo risparmiatore, giungere ad una piena conoscenza dei prodotti e delle offerte di investimento data la mancanza di tempo e la complessità dei prodotti presenti sul mercato finanziario, per cui nella maggioranza dei casi ci si affida completamente all'esperienza e alla più elevata preparazione di chi è preposto a svolgere tale lavoro.

Data per assunto la consapevolezza che il conflitto di interessi non sia evitabile e che l'asimmetria informativa sia intrinseca nelle relazioni economiche, la nuova Direttiva MiFID II, a miglioramento della precedente Direttiva, disciplina tale problematica e ne modifica l'approccio degli intermediari. Oggi, infatti, nessuno parla più di "eliminare" o "evitare" il conflitto di interessi, ma di "gestire".

3.2 Il conflitto di interessi nella MiFID II

Nella disciplina antecedente la MiFID, una delle principali critiche che sono state mosse è quella di non essersi mai premurata di fornire una definizione esaustiva del termine "conflitto di interessi". L'impossibilità di trovare precise indicazioni nella legge ha messo in difficoltà il sistema poiché ha lasciato ampi margini di discrezionalità nell'applicazione, sebbene non sia pensabile catalogare tutte le fattispecie, è anche vero che identificare alcune ipotesi tipiche può essere un elemento di semplificazione del problema e può contribuire a formare un assetto organizzativo di base standard sufficientemente certo.

A questo cerca di porre rimedio la Direttiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari, consacrata come MiFID II, la quale si sostituisce alla precedente normativa.

Tra le premesse utili per comprendere la *ratio* della MiFID II nell'ambito del conflitto di interessi, il Considerando 56 ricorda che *“la gamma sempre più ampia di attività che molte imprese di investimento esercitano simultaneamente ha aumentato la possibilità di insorgenza di conflitti tra tali diverse attività e gli interessi dei clienti. È pertanto necessario prevedere norme volte a garantire che tali conflitti non si ripercuotano negativamente sugli interessi dei clienti. Le imprese hanno il dovere di adottare provvedimenti efficaci per identificare e prevenire o gestire i conflitti di interesse nonché attenuare, per quanto possibile, il potenziale impatto di tali rischi. Quando permane tuttavia il rischio di nuocere agli interessi dei clienti, questi ultimi dovrebbero essere informati chiaramente, prima che l'impresa di investimento agisca per conto loro, della natura generale e/o delle fonti di conflitto di interesse nonché dei provvedimenti adottati per attenuare i rischi in tal senso.”*

Il legislatore quindi, consapevole dell'impossibilità di eliminare o evitare totalmente i conflitti, ha elaborato nuove regole per l'identificazione, la gestione e l'organizzazione che incidono in modo più concreto e sistematico di quanto avvenisse in precedenza sull'assetto delle imprese, in un'ottica generale di maggiore tutela degli investitori. All'art. 16 comma 3 della Direttiva esordisce infatti dicendo che *“le imprese di investimento mantengono e applicano disposizioni organizzative e amministrative efficaci al fine di adottare tutte le misure ragionevoli volte ad evitare che i conflitti di interesse, quali definiti all'articolo 23, incidano negativamente sugli interessi dei loro clienti.”*

Per evitare il potenziale danno ai clienti è necessario passare attraverso gli obiettivi intermedi e strumentali di cui all'art. 23. Al primo comma si scrive: *“gli Stati membri prescrivono che le imprese di investimento adottino ogni idonea misura per identificare e prevenire o gestire i conflitti di interesse che potrebbero insorgere tra tali imprese, inclusi i dirigenti, i dipendenti e gli agenti collegati o le persone direttamente o indirettamente connesse e i loro clienti o tra due clienti al momento della prestazione di qualunque servizio di investimento o servizio accessorio o di una combinazione di tali servizi. Sono soggetti a tale norma anche i conflitti d'interesse determinati dall'ottenimento di indebiti incentivi da parte di terzi o dalla remunerazione e da piani di incentivazione della stessa impresa di investimento”*. L'attenzione del legislatore è dunque rivolta affinché gli intermediari creino un sistema idoneo ad individuare le situazioni di potenziale conflitto utilizzando la

ragionevolezza come criterio, ossia adoperando misure che siano adeguate alla loro particolare natura e alle loro specifiche caratteristiche.

La MiFID II presenta quindi alcuni esempi di circostanze che possono far sorgere conflitti:

- Situazioni nelle quali esista un conflitto tra gli interessi dell'impresa, o di taluni soggetti collegati all'impresa o al gruppo dell'impresa, e gli obblighi dell'impresa nei confronti della clientela;
- O tra gli interessi divergenti di due o più clienti nei confronti di ciascuno dei quali l'impresa ha degli obblighi.

Non è sufficiente per rientrare in tali circostanze che l'impresa possa conseguire un utile se non vi sia al contempo un possibile svantaggio per un cliente o che un cliente nei confronti dei quali l'impresa ha degli obblighi possa conseguire un utile o evitare una perdita senza che vi sia una possibile perdita concomitante per un altro di tali clienti. Inoltre la Direttiva precisa altre attività che, svolte congiuntamente dall'impresa o da un soggetto ad essa collegato, devono venire monitorate in quanto potenzialmente a rischio di conflitto: oltre alla negoziazione per conto proprio, la gestione del portafoglio e la prestazione dei servizi finanziari, la legge evidenzia anche le attività di consulenza e ricerca in materia di investimenti e per queste ultime sottolinea l'importanza di predisporre soluzioni idonee a garantire l'obiettività e l'indipendenza degli analisti finanziari e delle ricerche prodotte.

Tornando all'analisi dell'art. 23, al secondo comma si stabilisce che: *“quando le disposizioni organizzative o amministrative adottate dall'impresa di investimento a norma dell'articolo 16, paragrafo 3, per impedire conflitti di interesse lesivi degli interessi della propria clientela non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, l'impresa di investimento informa chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti di tali conflitti di interesse e delle misure adottate per mitigare tali rischi.”* L'obbligo di informazione è dunque collegato ad un giudizio che l'impresa deve dare riguardo le misure che essa adotta, una sorta di test di autovalutazione il cui risultato negativo comporta la comunicazione al cliente; quindi, se l'intermediario ritiene le misure adottate sufficienti e in buona fede omette di comunicare al cliente la possibilità di un conflitto, esso è esonerato dalla responsabilità nei confronti del cliente anche se questo ha subito un danno. La comunicazione è perciò intesa come informazione preventiva che darà la possibilità al cliente irrazionale di adottare scelte consapevoli.

3.3 La nozione di conflitto di interessi e le politiche di gestione

Nel regolamento che affianca la MiFID II, ossia il “*Markets in Financial Instruments Regulation*”, comunemente noto come MiFIR, il legislatore comunitario fornisce i requisiti minimi per definire la situazione conflittuale. Le ipotesi descritte nell’articolo possono essere distinte in due categorie: la prima, che incorpora i conflitti di interesse in senso stretto e la seconda, che comprende più genericamente i concorsi di interesse. I conflitti di interesse in senso stretto si possono manifestare all’interno del rapporto intermediario – cliente quando l’impresa cerca di trarre profitto, o di evitare delle perdite, a danno di uno o più clienti, ma anche quando la suddetta cerca di trarre un vantaggio finanziario a favore degli interessi di un cliente a discapito di un altro. Per la seconda categoria, il concorso di interessi avviene innanzitutto quando l’intermediario ha un interesse differente da quello del cliente nel risultato dell’operazione da svolgere o del servizio da prestare, in secondo luogo vi è un potenziale concorso di interessi quando clienti e soggetti pertinenti svolgono la stessa attività. Nella realtà però, occorre ricordare, la distinzione netta in categorie per i conflitti è molto meno agevole di come la norma faccia trasparire; anzi, nella maggioranza dei casi le situazioni conflittuali risultano dalla commistione delle ipotesi sopra citate.

Se eliminare i conflitti di interesse, dovuti dalla disparità delle informazioni in possesso delle controparti, risulta impossibile, è tuttavia necessario gestirli. Non si trovano però nella legislazione norme dettagliate e prescrittive su tale argomento, ma piuttosto dei principi generali, quali *in primis* la trasparenza, che gli intermediari dovrebbero abbracciare al fine di gestire al meglio le situazioni conflittuali e non risultarne responsabili.

Uno degli aspetti più innovativi della Direttiva MiFID II è rappresentato dall’introduzione dei requisiti di *product governance*. L’individuazione, da parte dell’intermediario, del mercato di riferimento presso cui il prodotto dovrebbe essere successivamente distribuito (*target market* potenziale), si propone di anticipare la tutela del cliente a un momento antecedente rispetto a quello della valutazione di adeguatezza e di appropriatezza, garantendo *ex ante* che lo stesso non si ritrovi in portafoglio strumenti non coerenti con le sue caratteristiche ed il suo profilo di rischio. Nel nuovo processo di proposta di prodotti e strumenti finanziari, l’intermediario dovrà rendere noto quale ritiene essere la tipologia di clienti a cui il prodotto dovrebbe essere indirizzato, comunicandone le informazioni necessarie per comprendere e conoscere adeguatamente i prodotti, in modo tale che l’investitore sia in grado, a sua volta, di delimitare i confini del mercato di riferimento. Tali informazioni dovrebbero includere dettagli sul processo di approvazione e di sviluppo del prodotto, inclusi i dati relativi alle analisi di scenario condotte

dall'intermediario per verificare la coerenza del prodotto rispetto alle esigenze del cliente. Le analisi di scenario consistono fondamentalmente nell'elaborazione di proiezioni di performance future del prodotto, inclusi veri e propri test di scenari sfavorevoli, che dovrebbero consentire di giudicare se il prodotto risulta effettivamente idoneo per il target di clientela individuato in base alla sua propensione al rischio individuata dalla precedente profilatura.

Inoltre per ridurre il *gap* informativo fondamentale è la profilazione sulla base della propensione al rischio della clientela. Questo permette di tutelare l'investitore in una fase antecedente la possibile scelta delle soluzioni di investimento. Spesso il profilo di rischio rispecchia anche la conoscenza che un individuo ha dei prodotti e degli strumenti finanziari, per cui se una proposta non risulta adeguata secondo tale criterio e viene scartata a priori, questo è un modo preventivo di proteggere il cliente che potrebbe fidarsi del suo consulente, maggiormente informato e attratto dalla possibilità di un più grande guadagno dato da un investimento più rischioso.

L'obbligo di informativa al cliente, strettamente collegato al concetto di trasparenza e di completezza delle informazioni, imposto sia nella fase precontrattuale che in quella successiva della rendicontazione, ha quindi la funzione principale di ridurre l'asimmetria informativa connaturata al rapporto intermediario – investitore (in particolare quello *retail*) e di evitare situazioni di conflitto di interessi. Il corretto adempimento di tali obblighi informativi, accompagnato, ove applicabile, da una corretta valutazione di adeguatezza o di appropriatezza delle soluzioni proposte, libera tendenzialmente gli intermediari da ulteriori responsabilità legate all'assunzione di scelte di investimento 'inconsapevoli' da parte del cliente irrazionale e spesso impulsivo.

4. Conclusioni

La nuova disciplina della MiFID II, intesa come la Direttiva 2014/65/UE ed il combinato disposto Regolamento UE n.600/2014 o regolamento MiFIR, entrati in vigore a gennaio, può essere considerata d'ora in poi il fulcro adottato dall'Unione Europea attraverso cui, tale Organismo, disciplina i mercati, le imprese di investimento, gli strumenti finanziari e i poteri delle entità che sovrintendono tali ambiti.

L'obiettivo ultimo che il legislatore europeo si è prefissato di raggiungere è quello di un mercato unico dove qualsiasi investitore possa sentirsi al sicuro. Al considerando n. 86 infatti si afferma che *“uno degli obiettivi della presente direttiva è proteggere gli investitori. Le misure destinate a proteggere gli investitori dovrebbero essere adeguate alle specificità di ciascuna categoria di investitori (clienti a dettaglio, professionali e controparti). Tuttavia, al fine di*

migliorare il quadro regolamentare applicabile alla prestazione di servizi a prescindere dalle categorie di clienti interessate, è opportuno chiarire che alle relazioni con qualsiasi cliente si applicano i principi dell'agire in modo onesto, equo e professionale e l'obbligo di essere corretti, chiari e non fuorvianti". Quindi indipendentemente dalla classificazione del cliente, i principi superiori di agire onestamente, equamente e professionalmente dovrebbero sempre essere applicati.

Il presente lavoro ha avuto lo scopo di analizzare, alla luce della nuova disciplina introdotta dalla MiFID II, alcuni potenziali problemi nell'ambito dell'intermediazione finanziaria e di conseguenza le soluzioni proposte dalla Direttiva a tutela degli investitori. Quest'ultimi dovrebbero sempre essere informati dei diritti che la MiFID II offre loro: sapere, per esempio, che ci sono prodotti finanziari esplicitamente indicati per alcuni investitori e non per altri; ottenere dal proprio consulente finanziario, allo sportello o altrove, una relazione di adeguatezza della sua proposta alle sue caratteristiche personali e di propensione al rischio; sapere che può ricevere una periodica rendicontazione di tutti i costi sostenuti voce per voce e l'impatto di questi sui rendimenti.

In generale quindi, l'ottica della trasparenza, il criterio di comprendere i profili di rischio, il principio di chiarezza e completezza dell'informazione data alla clientela, sono dei principi chiari che derivano proprio dalla presenza di asimmetrie informative nelle relazioni di natura finanziaria e dall'aver constatato che non sempre gli investitori sono razionali come ci insegnano le teorie economiche classiche.

BIBLIOGRAFIA

- BARBERIS N., THALER R. (2002), “*A survey of behavioural finance*”, NBER Working Paper No. 9222
- BONANTE G. E GALLICCHIO M. (2014), “*MiFID 2 e MiFIR, recenti sviluppi*”, Rivista di Diritto Bancario, disponibile su <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/servizi-bancari-e-finanziari/mifid-2-e-mifir-recenti-sviluppi>
- BOSCHI M., LAMBIASE F. (2018), “*Nudging. Il contributo di Thaler alla scienza economica e alcuni riflessi dell’economia comportamentale sulla valutazione delle politiche pubbliche*”, a cura di Ufficio Valutazione Impatto, Senato della Repubblica
- BYRNE A., UTKUS P. S. (2016), “*Behavioural Finance. Understanding how the mind can help or hinder investment success.*”, Vanguard
- CAPRIGLIONE F. (2015), “*Prime riflessioni sulla MiFID II (tra aspettative degli investitori e realtà normativa)*”, Rivista Trimestrale di Diritto dell’Economia, ISSN 2036-4873, 72-116
- CASCINELLI F., MASCARELLO D. (2017), “*MiFID II, il valore delle informazioni*”, Funds People, disponibile su <https://it.fundspeople.com/news/mifid-ii-il-valore-delle-informazioni>
- DELL'ANNO R. (2006), “*Scelte in condizioni di incertezza: il contributo della Behavioural Economics*”, Rivista di Politica Economica, SIPI Spa, vol. 96 (2), 179-218
- ESMA Final Report, ESMA’s Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR, 2014/1569
- FRISONE M. (2015), “*L’asimmetria informativa è in tutta Europa*”, Milano: Il Sole 24 Ore
- GAGGI M. (2017), “*Una spinta gentile contro la crisi. La teoria del Nobel Richard Thaler*”, Corriere Della Sera - Economia
- GAZZETTA UFFICIALE DELL’UNIONE EUROPEA, “*DIRETTIVA 2014/65/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE*”, Euro Lex
- GUACCERO A. (2013), “*I comportamenti irrazionali nelle offerte pubbliche e le risposte del diritto positivo*”, Archivio della Ricerca – Università di Roma 3

- KAHNEMAN D., SLOVIC P., TVERSKY A. (1985), “*Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases*”, British Journal for the Philosophy of Science, vol. 36 (3), 331-340
- LINCIANO N., SOCCORSO P. (2014), “*La rilevazione della tolleranza al rischio attraverso il questionario*”, CONSOB, Discussion Paper n.4
- LO CONTE M. (2017), “*La Mifid 2 e il ritorno della fiducia*”, Il Sole 24 Ore – Finanza e Mercati
- LOMBARDI G. (2016), “*Best Execution: impatti con MiFID II*”, Compliance Journal, disponibile su <https://www.compliancejournal.it/best-execution-impatti-mifid-ii/>
- MAFFEIS D. (2008), “*Sostanza e rigore nella disciplina MiFID del conflitto di interessi*”, Rivista di Diritto Bancario, ISSN 2279-9737
- MORVAN C., JENKINS W. J. (2017), “*Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases*”, Macat Library
- PRESTI G., RESCIGNO M. (2007), “*Il conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di investimento, in Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*”, Università Cattolica del Sacro Cuore Facoltà di Scienze Bancarie Finanziarie e Assicurative, quaderno n. 235
- PROVENZANI F. (2017), “*MiFID II: cosa cambia sui mercati finanziari dal 2018. Le nuove regole*”, Money.it – Economia e Finanza, disponibile su <https://www.money.it/MiFID-II-cosa-cambia-nuove-regole-mercati>
- RUBALTELLI E. (2006), “*Psicologia dei mercati finanziari: distorsioni cognitive, percezione del rischio e comportamenti collettivi*”, Giornale italiano di psicologia, vol. 33 (1), 57-82
- SHEFRIN H. (2000), “*Beyond Greed and Fear: Finance and the Psychology of Investing*”, OUP USA Editor, Financial Management Association Survey
- SOCCORSO P. (2016), “*La centralità nella relazione intermediario-cliente*”, Rivista di Diritto Bancario, 211-226
- TESTO UNICO DELLE NORME E DISPOSIZIONI RIGUARDANTI IL PROMOTORE DI SERVIZI FINANZIARI E LE ATTIVITA’ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE, fornito da Banca Fideuram
- THALER R., SUNSTEIN C. (2008), “*La spinta gentile. La nuova strategia per migliorare le nostre decisioni su denaro, salute, felicità*”, pubblicazione italiana a cura di Feltrinelli

- VELD C., VELD-MERKOULOVA Y.V., (2008), “*The Risk Perceptions of Individual Investors*”, Journal of economic psychology, 15-30
- ZITIELLO L. (2017), “*MiFID 2, tutte le novità sulla profilazione dei clienti*”, Citywire – Per Investitori Professionali, disponibile su <http://citywire.it/news/mifid-2-tutte-le-novita-sulla-profilazione-dei-clienti/a1057697>