



**EUGENIO
LINGUANTI**
Vice-Presidente
eXponential srl

Dalla produzione alla distribuzione:
il ruolo dell'investment advice

Etica e risparmio riflessioni sui valori dell'intermediazione finanziaria

di Eugenio Linguanti

Dopo la crisi finanziaria del 2008 si può pensare a una finanza «buona», animata da valori etici e da senso di responsabilità? Si possono coniugare efficienza e competitività con rigore morale e centralità della persona? Ovviamente è molto difficile rispondere a questi interrogativi. La crisi finanziaria si è riflessa sull'economia reale mondiale ed è stata (per la prima volta) globale, confermando la necessità di rinnovare il rapporto tra etica ed economia. L'incedere della globalizzazione sta provocando aspetti distributivi perversi, incoraggiando comportamenti azzardati che minano la salute morale e civile delle persone. Si evidenzia «la fragilità di un modello pronò a eccessi che ne hanno determinato il fallimento. Un modello in cui gli operatori considerano lecita ogni mossa, in cui si crede ciecamente nella capacità del mercato di autoregolarsi, in cui divengono comuni gravi malversazioni, in cui i regolatori di mercato sono deboli o preda dei regolati, in cui i compensi degli alti dirigenti d'impresa sono ai più eticamente intollerabili, non può essere un modello per la crescita del mondo» (Mario Draghi, «Non c'è vero sviluppo senza etica» - *Osservatore Romano*, 9/7/2010).

In un momento storico di disorientamento sia per l'economia che per la politica, si afferma l'esigenza di una autorità mondiale, che possa governare gli squilibri provocati dalla globalizzazione attraverso politiche correttive che riaffermino la centralità della persona, coniugando su nuove basi economia di mercato e coesione sociale.

Anche la nuova enciclica sociale ed economica della Chiesa «Caritas in Veritate» (pubblicata nel luglio 2009) ha evidenziato le possibilità di conciliare l'etica con l'economia dei mercati finanziari, basando le relazioni tra operatori sulla fiducia e sull'etica professionale.

Il corretto funzionamento del sistema finanziario, infatti, non può essere affidato esclusivamente alla legge; è necessario che gli attori economici (famiglie, imprese, pubblica amministrazione) condividano un comune sistema di valori, un'etica professionale come quella del medico verso i propri pazienti, che affermi la «fiducia» come fulcro di rapporti economici e sociali.

In tale ambito questo articolo intende offrire un momento di riflessione sulle possibili soluzioni alla crisi reputazionale che sta interessando il sistema finanziario.

L'ETICA NELLA VENDITA E NELLA CONSULENZA IN STRUMENTI FINANZIARI

Il mutato contesto normativo (Basilea II, Mifid) induce gli intermediari finanziari a modificare comportamenti e sistemi organizzativi, assegnando una importanza crescente ai temi della compliance e della «buona» reputazione.

In un contesto di aspre critiche mediatiche rivolte a tutti gli intermediari finanziari, che amplificano le criticità nelle relazioni di clientela, è difficile condividere «valori» strategici nello svolgimento dei servizi bancari e finanziari.

Molti operatori tendono a credere che non sia più possibile fare impresa (come banca), assicurando anche il rispetto degli interessi dei clienti (come investitori).

È necessario che gli intermediari adeguino strategie, organizzazione e prodotti al nuovo sistema valoriale, interpretando lo spirito della normativa Mifid che, nonostante abbia indicato la via della consulenza pura, ha lasciato sul campo problemi di conflitti di interessi, di redditività, di adeguatezza professionale e, più in generale, di grande incertezza tra gli operatori del mercato finanziario.

La distribuzione dei servizi finanziari rappresenta un'attività che, pur collocata a valle della catena del valore finalizzata alla soddisfazione delle esigenze del cliente, riveste un ruolo fondamentale poiché qualifica il servizio offerto di un intermediario e condiziona fortemente il valore percepito dalla clientela.

La distribuzione, pur rappresentando il momento conclusivo di una successione di fasi produttive, non può considerarsi a esse gerarchicamente inferiore.

«Il consulente può aiutare il cliente a orientarsi nell'ambito di un flusso di informazioni eccessivo, a interpretare correttamente le informazioni a prescindere dalle modali-

tà di presentazione, ad attirare l'attenzione su elementi che, pur essendo molto rilevanti, sfuggono tuttavia alla percezione dell'investitore» (Consob, Quaderni di Finanza n. 66, gennaio 2010)

In Italia, in particolare, la «professione» dell'operatore in titoli sta cambiando velocemente; la pura attività di vendita è scavalcata dalle nuove tecnologie (trading on line) e dalla necessità di dare risposte alla clientela sia sul piano degli investimenti finanziari, sia su tematiche attigue come le assicurazioni, la previdenza, il mercato immobiliare, la tassazione

In tale ambito si è sviluppata in questi ultimi anni l'attività di *€fpa* (European financial planning association), associazione europea di financial planner e financial advisor; la sua missione consiste nella definizione di un profilo professionale europeo qualificato per gli operatori attivi nella consulenza e nella pianificazione finanziaria attraverso un sistema omogeneo di principi etici, programmi formativi e certificazioni di qualità.

La qualifica *€fatm* (European financial advisor) rappresenta un importante elemento di differenziazione per gli operatori del settore finanziario che intendono operare quali figure versatili e competenti in un mercato selettivo e in costante evoluzione.

Nel nostro Paese *€fpa* Italia è la fondazione (affiliata a *€fpa* Europe) che dal 2002 opera per definire e promuovere gli standard di condotta personale e professionale nei settori della consulenza e della pianificazione finanziaria per chi detiene un certificato *€fpa* (“*€fpa* licensee”).

La stessa fondazione controlla che i «licensees» rispettino tali standard sia per preservare la credibilità della certificazione, sia per rafforzare la stima nei confronti della professione da parte degli investitori e degli operatori del settore finanziario.

Riportiamo di seguito uno schema che riassume i principi del codice etico di €fpa Italia: la valutazione della qualità dei servizi di vendita e di consulenza di strumenti finanziari ha costituito di recente oggetto di indagine anche da parte della Fsa inglese (<http://www.fsa.gov.uk/>) in un processo di riorganizzazione finalizzato a ridefinire le modalità della distribuzione dei servizi finanziari (Retail distribution review).

Tale autorità assegna un ruolo primario al servizio di consulenza agli investimenti, innalzando gli standard di professionalità nella consulenza finanziaria per aumentare la fiducia degli investitori non professionali.

Sono stati definiti di recente nuovi standard in base ai quali si considera la consulenza finanziaria una professione al pari di altre professioni riconosciute dal pubblico come tali; riportiamo di seguito la proposta di codice etico/deontologico contenente i principi e i valori professionali in questione:

CODICE ETICO / DEONTOLOGICO: PROPOSTA FSA

1) agire sempre onestamente e in modo equo quando si ha a che fare con i clienti e agire nel miglior interesse del cliente;

2) agire in modo integro nel portare a termine le responsabilità in un appuntamento e cercare di evitare ogni atto, omissione, o pratica commerciale che danneggi la reputazione della vostra organizzazione e l'industria dei servizi finanziari;

3) osservare le leggi, i regolamenti, e gli standard di condotta applicabili nel portare a termine le attività dei servizi finanziari;

4) osservare gli standard di integrità dei mercati, di buona condotta richiesti o attesi dai partecipanti ai mercati quando impegnati in qualunque forma di attività di mercato;

5) essere vigili nell'individuare e gestire al meglio delle vostre possibilità ogni possibile conflitto di interesse rilevante;

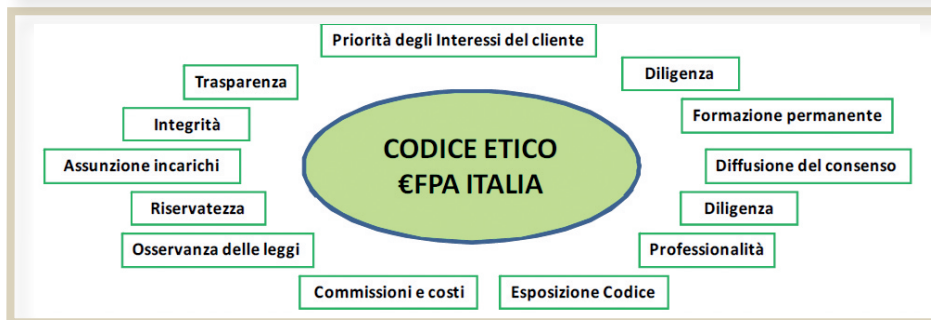
6) attenersi e mantenere un livello di competenza professionale appropriato alle vostre responsabilità e impegnarsi in una formazione continuativa per assicurare la continuità della vostra conoscenza, capacità ed esperienza;

7) declinare ogni coinvolgimento per il quale non siate competenti a meno di avere accesso ad assistenza che vi possa mettere in grado di portare a termine il lavoro competentemente;

8) attenersi ai migliori standard professionali.

Fonte: <http://www.fsa.gov.uk/>

1 I PRINCIPI DEL CODICE ETICO €FPA ITALIA



Fonte: <http://www.fsa.gov.uk/>

Secondo l'Fsa la scarsa diffusione del servizio di consulenza e la crisi reputazionale del sistema finanziario sono riconducibili principalmente ai conflitti di interessi degli intermediari e alla scarsa competenza degli operatori dei mercati finanziari.

La consulenza agli investimenti finanziari presenta tratti comuni con altre professioni; il consulente finanziario deve essere indotto a preservare l'interesse pubblico, applicando la propria conoscenza tecnica e le proprie abilità relazionali nel fornire soluzioni alle esigenze finanziarie delle persone. Su tali basi Fsa promuove un miglioramento della qualità professionale, incoraggiando le «best practice» di consulenza e di etica professionale simili a quelle prodotte dagli albi professionali.

Oltre a questo, è auspicabile che le autorità di mercato possano estendere, integrare e rafforzare il loro ruolo di controllo sui comportamenti degli intermediari, introducendo regole condivise su scala internazionale che non siano solo «declaratorie», ma che siano (davvero) in grado di orientare i comportamenti degli stessi intermediari nel rispetto dei valori collettivi e dei principi etici.

BREVE RIFLESSIONE SUL RECENTE PASSATO: GLI ERRORI DA NON RIPETERE NELLA GESTIONE DEL RISPARMIO PRIVATO

La sfida delle banche italiane di sviluppare il «risparmio gestito» (iniziata negli anni '90) è risultata molto più ambiziosa della semplice conversione del «risparmio amministrato» (bot, btp, azioni) in fondi,

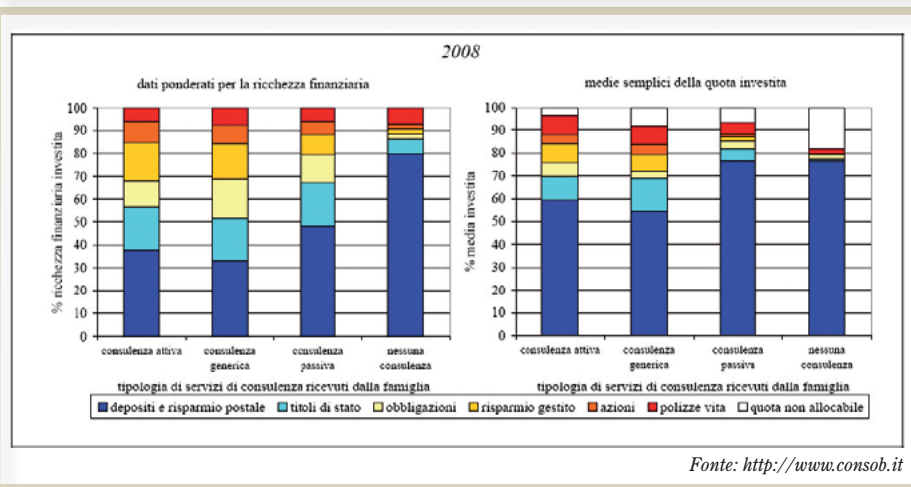
gestioni e polizze.

Nella pratica corrente di molti intermediari è accaduto spesso che la gestione delle risorse finanziarie non si realizzasse all'interno di una chiara politica di investimento, facendo perdere significato a ogni scelta o valutazione di natura finanziaria.

Con l'affermarsi del Testo unico della finanza (1998) e, in particolare, con l'introduzione della Direttiva Mifid (2007) è progressivamente migliorata l'attenzione degli intermediari finanziari per la rilevazione delle esigenze della clientela e la pianificazione finanziaria e previdenziale.

Ciò nonostante le famiglie italiane stentano a riconoscere l'utilità di un servizio di consulenza finanziaria e di gestione professionale del risparmio, continuando in molti casi a operare scelte di investimento in modo autonomo e incorrendo negli errori tipici dell'investitore retail: incapacità di valutare i propri

2 EFFETTI DELLA CONSULENZA SUI PORTAFOGLI DEL CLIENTE "RETAIL"



bisogni di investimento, eccessiva concentrazione della ricchezza sui depositi, scarsa diversificazione del portafoglio.

La tabella 2 riporta la composizione del portafoglio degli investitori retail in funzione del servizio di consulenza ricevuto (Consob, Quaderni di finanza, n.66 - luglio 2009), evidenziando l'importanza di un supporto consulenziale, basato sulla consapevolezza dei risparmiatori.

La crisi finanziaria ha contribuito, purtroppo, a ridurre ulteriormente la propensione a detenere strumenti finanziari rischiosi (azioni, obbligazioni, risparmio gestito), innalzando la quota di famiglie che detengono attività finanziarie esclusivamente sotto forma di depositi e circolante; se è giusto che, da un lato, i risparmiatori non cedano a pericolose mire speculative su titoli e mercati; dall'altro, devono evitare di mantenersi nell'eccesso di prudenza attuale. Il servizio di consulenza può avere un ruolo importante nell'incoraggiare forme di investimento con un profilo rischio-rendimento più coerente (e vantaggioso) rispetto ai propri obiettivi di investimento.

LA DISCIPLINA DELLA TRASPARENZA NEI PRODOTTI BANCARI E FINANZIARI

La recente evoluzione normativa in materia di amministrazione e controlli interni di banche e intermediari finanziari stabilisce specifici requisiti organizzativi per preservare correttezza e trasparenza nella gestione dei rapporti con la clientela.

La disciplina sulla trasparenza, in particolare, presuppone che le relazioni d'affari tra banche e clienti siano improntate a criteri di buona fede e correttezza. La Banca d'Italia definisce norme, sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari «volte a mettere gli utenti nella condizione di conoscere compiutamente i diritti e gli obblighi che derivano dall'acquisto di prodotti bancari e finanziari (conti correnti e altre forme di deposito, finanziamenti e strumenti di pagamento) e dal rapporto con l'intermediario (banca o intermediario finan-

ziario). Un'informazione chiara e corretta da parte degli intermediari sui prodotti e sui servizi bancari e finanziari previene i rischi di contenzioso con la clientela e di perdita di reputazione; inoltre, la possibilità per gli utenti bancari di conoscere in modo agevole e di scegliere consapevolmente tra le offerte dei diversi operatori, mediante il confronto delle stesse, incentiva la concorrenza e il contenimento dei costi» (Fonte: <http://www.bancaditalia.it>).

In tale ambito sia la Banca d'Italia che l'Isvap riservano una particolare attenzione agli obblighi di trasparenza connessi ai prodotti di investimento particolarmente complessi, come i titoli strutturati o le polizze index linked.

Nelle forme di investimento più complesse, che cercano di coniugare in modo innovativo sicurezza e redditività, si pongono problematiche di pricing e rischi di illiquidità che il cliente retail fatica a riconoscere.

Nonostante l'impiego di questi prodotti risponda a un bisogno diffuso di diversificare i portafogli finanziari (anche di modeste dimensioni), in questi casi è massima la probabilità di generare false aspettative in termini di rischio-rendimento.

In presenza di mercati instabili è opportuno accrescere la consapevolezza riguardo le difficoltà di ottenere rendimenti elevati da portafogli poco diversificati e orientati al breve termine.

È importante che gli intermediari condividano con la loro clientela l'idea che il risultato di investimento dipende soprattutto dal comportamento dell'investitore e dalla fissazione di precisi obiettivi, piuttosto che dalle performance dei mercati finanziari. La trasparenza informativa si presta, inoltre, a essere modulata in base ai precetti della finanza comportamentale. Si tratta di un settore della psicologia cognitiva che cerca di spiegare come gli individui prendano le decisioni nei mercati finanziari e che ha tratto alimento dalle eccezionali turbolenze dei mercati finanziari e dai comportamenti concreti degli investitori.

Il riconoscimento ufficiale di questa disciplina coincide con la

consegna del Nobel per l'Economia a Daniel Kahneman nel 2002 «per i risultati ottenuti nel realizzare la integrazione di conquiste della ricerca psicologica entro la scienza economica con speciale riferimento alla formazione del giudizio e ai processi decisionali in condizioni di incertezza».

Negli ultimi anni (in particolare) l'evoluzione dei mercati ha evidenziato come la teoria economica classica non sia in grado di rappresentare in modo realistico i processi decisionali che si elaborano in condizioni di incertezza.

I risparmiatori sono indotti a comportarsi in modo irragionevole, negando i principi di efficienza e di razionalità della teoria finanziaria classica.

Secondo la teoria economica dominante l'investitore razionale, dato un certo livello di avversione al rischio, dovrebbe individuare sulla frontiera efficiente il portafoglio che massimizza l'utilità attesa.

L'esperienza dimostra che l'investitore non segue questi schemi di comportamento; è probabile che una informativa distorta possa amplificare gli errori di comportamento e le scelte di investimento sub-ottimale, in particolar modo da parte della clientela retail.

Lo sviluppo di un'attività informativa e di consulenza fondata sulla logica del «servizio al cliente» e sull'acquisizione di una forte consapevolezza sulle caratteristiche dei prodotti finanziari e assicurativi rappresenta un complemento essenziale per potenziare l'efficacia delle norme a tutela dell'investitore e per il contenimento degli errori comportamentali più diffusi.

IL RAPPORTO FIDUCIARIO TRA CLIENTI E INTERMEDIARI

Il susseguirsi di situazioni di crisi ha accresciuto lo scetticismo e la diffidenza nei confronti del sistema finanziario; è diffusa la sensazione che globalizzazione e competitività abbiano spinto gli intermediari verso obiettivi di rendimento

di breve termine, schiacciando il loro senso di responsabilità verso tutti gli stakeholder.

La fiducia delle persone nei confronti del sistema bancario potrà essere recuperata a patto di puntare sulla trasparenza, sulle competenze professionali e sulla stabilità delle relazioni di clientela (anche a danno della redditività di breve periodo).

L'obiettivo di fondo deve essere quello di definire e realizzare un modello di intermediazione finanziaria che possa coniugare responsabilità sociale e sostenibilità economica.

I comportamenti etici degli intermediari dovranno indurre i clienti (con il tempo) a considerare gli intermediari stessi non più come controparti, ma come alleati per «battere il mercato» e raggiungere i propri obiettivi di investimento.

In caso contrario si corre il rischio di consolidare l'idea che il mercato dei capitali rappresenti il luogo dell'anarchia e della sopraffazione, pregiudicando la sua «funzione di servizio» per l'ottenimento di più elevati livelli di benessere collettivo.

«La vera finanza, soprattutto oggi in un'epoca di straordinarie possibilità della scienza e della tecnica, è quella che si pone, quasi umilmente, come strumento. Le banche e la finanza possono essere di stimolo a migliorarsi per le persone, le famiglie, le imprese, i popoli. Il credito è fiducia. Se si dà fiducia a chi la merita, quella fiducia ha il potere di essere una molla, di trasformarsi in lievito, di divenire il sale che dà sapore all'idea di futuro»; da «Ersilio Tonini, La finanza che serve: dialogo sul denaro, economia e futuro, Ecra 2008».

Eugenio Linguanti

Formatore e Consulente in Area Finanza
Vice-Presidente eXponential srl

Bibliografia

Ghiraldelli, Linguanti, *L'asset management per gli investitori privati*, (2000) Il Sole 24 Ore
Tonini, *La finanza che serve: dialogo sul denaro, economia e futuro*, (2008) Ecra
Quaglio, *Banche controcorrente*, (2008) Il Sole 24 Ore