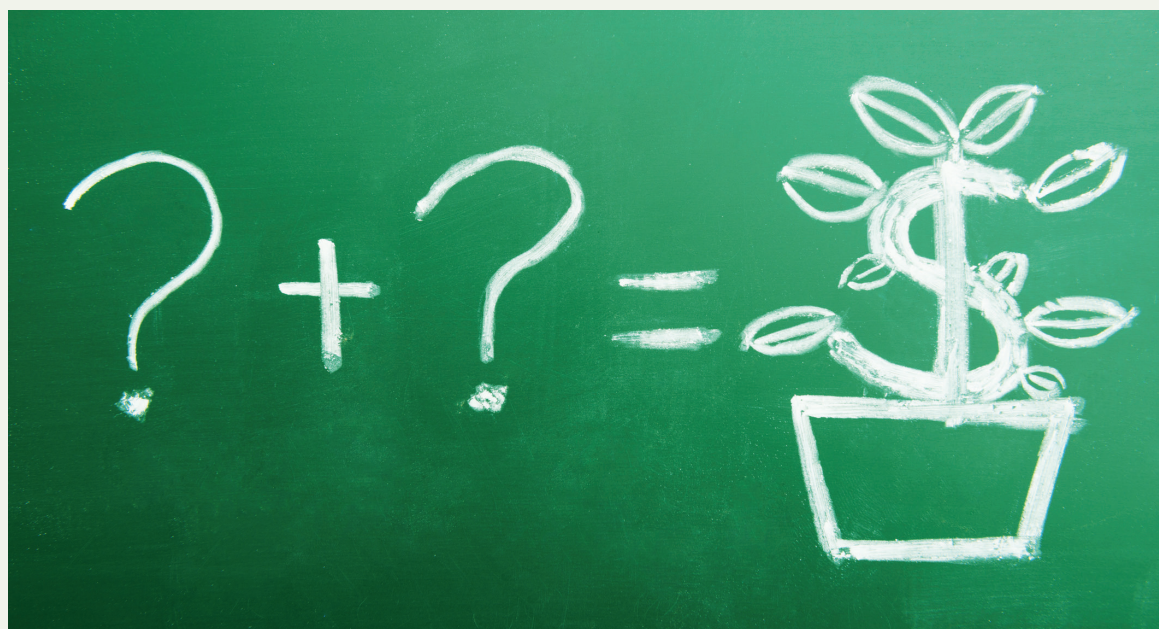




© ISTOCK - INFUTURE

# Il risparmio nella nebbia delle regole: a chi conviene?

*Uno status quo fondato su regole obsolete può provocare all'industria bancaria e finanziaria italiana danni rilevanti, ma provare a uscirne può essere costoso*

di Donato Masciandaro

**D**a un lato i risparmiatori italiani, dall'altro nomi anglosassoni e misteriosi acronimi – *bail-in*, *burden sharing*, MiFID – a rappresentare il complesso delle regole che dovrebbero disciplinare l'offerta di prodotti finanziari, con l'obiettivo di consentire proprio alla domanda di investimento, soprattutto al dettaglio, di fare scelte consapevoli. Nella realtà – come è risultato evidente nei mesi recenti in più di un caso di investimento in attività offerte dal sistema bancario italiano – la regolamentazione dell'offerta

di investimento al risparmiatore è basata su un approccio a rischio di obsolescenza, rispetto all'evoluzione che sul tema ha avuto l'analisi economica, che ha messo in luce la rilevanza delle cosiddette distorsioni comportamentali. Quando una regolamentazione è in ritardo rispetto alle finalità che dovrebbe perseguire, occorre chiedersi a chi, tra gli attori in campo, giova tale situazione. In questo caso, pensando ai maggiori protagonisti – intermediari finanziari, regolatori e legislatori, risparmiatori – nessuno può essere escluso a priori dall'elenco dei sospettati. Vediamo perché.

Un'ottimale regolamentazione dell'offerta di prodotti finanziari si basa sulla condizione necessaria – ancorché non sufficiente – che le relative regole producano un'informazione efficace rispetto all'obiettivo del singolo risparmiatore di mettere in atto scelte coerenti con il suo profilo. Il profilo di ciascun risparmiatore è a sua volta costituito da due dimensioni: oggettiva e soggettiva. La dimensione oggettiva è rappresentata dalla fisionomia delle risorse del risparmiatore – reddito e ricchezza – in termini di ammontare, composizione e fonti. La dimensione soggettiva è rappresentata a

sua volta da due componenti: le conoscenze economiche e finanziarie del risparmiatore da un lato, e le sue preferenze, che possiamo riassumere con la sua propensione (avversione, tolleranza) rispetto all'assunzione di rischio, dall'altro.

Ora, quali sono le conoscenze economiche e finanziarie del risparmiatore italiano? Un'interessante indagine della CONSOB del 2016 sulle famiglie italiane ci dice che rispetto al concetto fondamentale del rapporto tra rischio e rendimento – che vanno nella stessa direzione – il 56 per cento dei risparmiatori non ha una conoscenza corretta – è sbagliata oppure ignota. Lo stesso vale per il concetto di inflazione – essenziale per distinguere un rendimento reale da uno nominale – rispetto a cui la percentuale dei risparmiatori ignoranti è del 57 per cento. Le cose non vanno meglio se si guarda al grado di ignoranza rispetto ai concetti di volatilità dei rendimenti (59 per cento), differenza tra azioni e obbligazioni

(70 per cento), fondo di investimento (73 per cento), rischiosità (80 per cento), rendimento a lungo termine (84 per cento), interesse e prezzo di un'obbligazione (89 per cento). Dunque, il risparmiatore italiano appare in media sensibilmente ignorante – nel senso letterale, è un agente economico che non sa.

Ora, se un risparmiatore è ignorante, ci si potrebbe aspettare che nelle sue scelte di investimento si faccia consigliare da – o deleghi la scelta a – un esperto. Nel caso del risparmiatore italiano non è però così: il 62 per cento del campione CONSOB prende le decisioni in autonomia, o al massimo consultando amici, colleghi o parenti. Quindi il risparmiatore, dal punto di vista delle conoscenze, è al contempo ignorante, ma sicuro di sé. La mi-

scelta di ignoranza e presunzione è di per sé un fattore di rischio in termini di buona allocazione delle risorse, in quanto aumenta la probabilità che si facciano scelte sbagliate, come considerare: una diversificazione del rischio la scelta di tanti titoli a basso rischio; possibili investimenti a basso rischio e nel contempo ad alto rendimento; ottimale l'investimento in un solo titolo, ovvero solo in titoli che si conoscono.

Poi ci sono le preferenze, riassunte nell'avversione al rischio. Un buon disegno della regolamentazione finanziaria, per offrire un'informazione efficace, deve basarsi su una valutazione dell'avversione al rischio dei risparmiatori. Il problema è che la valutazione dell'avversione al rischio – nonché delle sue

nel 2002 del Nobel per l'economia proprio a uno dei padri dell'approccio, Daniel Kahneman.

Le conseguenze dell'approccio comportamentale nell'analisi delle scelte del risparmiatore possono essere sostanziali. Emblematico è quello che succede quando le preferenze del risparmiatore sono caratterizzate da «avversione alle perdite». Un esempio può essere efficace. Nell'ipotesi standard in cui quello che conta è la «semplice» avversione al rischio, se un risparmiatore viene messo di fronte a un investimento in cui la probabilità di perdere o di vincere 100 euro è uguale, tale risparmiatore potrà essere indifferente se fare o meno l'investimento. Per cui, in un campione casuale e sufficiente grande di ri-

sparmiatori, nel caso in cui tale atteggiamento sia la norma, la quota che deciderà di fare quell'investimento tende a essere uguale al 50 per cento. Nella realtà può invece accadere che tale quota sia di molto minore. La ragione è che

i risparmiatori possono essere avversi alle perdite, e quindi rinunciare all'investimento.

Dunque, per essere efficace, la regolamentazione deve tener conto del fatto che le preferenze dei risparmiatori possano essere distorte. Purtroppo, ad oggi, la rilevanza dell'analisi comportamentale nel disegno delle regole sull'offerta di prodotti finanziari è praticamente pari a zero: la regolamentazione rischia di essere obsoleta, o quantomeno ad alto rischio di efficacia e di efficienza.

Perché? Chi ha interesse a mantenere lo status quo? Una regolamentazione obsoleta può produrre danni profondi nello sviluppo sano e regolare dell'industria finanziaria, perché può minare in modo sensibile e duraturo il suo input produttivo fondamentale: la fiducia.

**Risparmiatori** **MiFID** **Rendimenti** **Regole**  
**Industria bancaria** **Prodotti finanziari**  
**Industria finanziaria** **Rischio** **Risparmio** **CONSOB**  
**Analisi comportamentale**

determinanti: fattori endogeni ai risparmiatori (la «natura») o esterni (l'«ambiente») – non è un compito facile, e va perseguito, per aumentare la probabilità di successo, con più di una metodologia: analisi di comportamenti concreti, esperimenti e simulazioni in laboratorio, indagini e questionari.

Ma c'è una complicazione in più. Dalla fine degli anni Settanta l'analisi economica ha sviluppato la cosiddetta analisi comportamentale, che mira a mettere in luce l'esistenza di preferenze «distorte» – nel senso di non coerenti con l'assunto standard di razionalità degli agenti economici – e le conseguenze in termini di scelte nell'allocazione delle risorse. La rilevanza dell'analisi comportamentale è stata definitivamente sancita dall'attribuzione



**Regolamentatori e legislatori possono trovare costoso abbandonare uno standard obsoleto ma condiviso**

Ora: in quale categoria dei principali attori dell'industria finanziaria si può pensare che ci siano soggetti che possono essere indifferenti, o sottovalutare, o addirittura pensare di poter trarre vantaggio da una situazione in cui l'offerta di informazione che la regolamentazione prescrive è potenzialmente incoerente con i profili dei singoli investitori?

La categoria dei produttori di servizi finanziari non ha alcun interesse a rischiare una crisi di fiducia negli investitori al dettaglio. Ma allo stesso tempo uscire dallo status quo – senza che ci sia un preciso obbligo legislativo – può essere molto costoso, soprattutto se l'investimento nella ricerca e sviluppo di profilature più efficaci dei clienti finanziari è oggetto di una competizione al ribasso tra i diversi produttori.

Allo stesso modo, anche i regolamentatori e i legislatori possono

trovare costoso – anche in termini di rischi reputazionali – l'abbandonare uno standard regolamentare obsoleto, ma condiviso, piuttosto che tentare percorsi innovativi.

Infine ci sono gli investitori al dettaglio. In linea di principio, ogni risparmiatore dovrebbe essere interessato a uno scambio informativo in cui da un lato vi è la richiesta da parte dell'intermediario di un'informazione completa e sistematica sulle risorse, conoscenze e preferenze del risparmiatore e dall'altro vi è l'impegno dello stesso intermediario a utilizzare tale set informativo per effettuare una profilatura che sia davvero coerente con la fisionomia economica e finanziaria del singolo cliente. Ma è proprio così? In un paese in cui l'economia sommersa e illegale ha una mappatura diffusa, nonché una storia consolidata e profonda, siamo proprio certi che

tutti gli investitori al dettaglio siano davvero interessati allo scambio sopra descritto?

La nebbia delle regole può provocare all'industria bancaria e finanziaria danni rilevanti, ma provare a uscire dalla nebbia può essere costoso, a meno che lo status quo non venga percepito come ancor più dannoso. Anche all'indomani di quella che è stata per i paesi avanzati la peggior crisi finanziaria del dopoguerra, dobbiamo osservare che la scelta è stata quella di mantenere un approccio alla regolamentazione potenzialmente obsoleto, magari rendendolo sempre più complesso e costoso, piuttosto che sperimentare nuove strade. Lo status quo viene preferito. Almeno finora. ■

Esplora **e&m**plus su  
[www.economiaemanagement.it](http://www.economiaemanagement.it)



**Donato Masciandaro**

è professore di Economia Politica all'Università Bocconi con cattedra di Economia della Regolamentazione Finanziaria, nonché Direttore del Dipartimento di Economia e Presidente del Centro Baffi Carefin nella stessa Università. Laureato in Discipline Economiche e Sociali presso l'Università Bocconi, è stato Visiting Student presso la London School of Economics. Ha svolto attività di ricerca per l'FMI, l'Inter-American Development Bank, l'ONU. Attualmente svolge attività di ricerca per la World Bank. È editorialista del *Sole 24 Ore*. La sua ricerca riguarda l'economia monetaria, l'economia della regolamentazione finanziaria, l'economia dei mercati finanziari illegali.

[donato.masciandaro@unibocconi.it](mailto:donato.masciandaro@unibocconi.it)