

14 marzo 2017 14:05

Il profilo di rischio degli investitori ed il principio di adeguatezza

di [Alessandro Pedone](#)



I due cardini attorno ai quali ruota, in Europa, tutto l'impianto normativo a tutela degli investitori sono sintetizzabili in due frasi:

- 1) *"fornire agli investitori tutte le informazioni affinché possano fare scelte d'investimento consapevoli"* e
- 2) *"eseguire solo operazioni adeguate al profilo di rischio"*.

Entrambi i principi vengono applicati dalle banche solo ed esclusivamente in maniera formale, al solo scopo di tutelarle legalmente. Troppo spesso queste norme, paradossalmente, per come vengono applicate, diventano un ostacolo alla concreta tutela degli investitori.

Informare il cliente

Il primo principio, quello di informare gli investitori, si traduce quasi sempre nel fornire loro (quando va bene, perché quando va male si fanno firmare dichiarazioni nelle quali i clienti affermano di aver ricevuto documentazione mai consegnata) dei fascicoli di documenti lunghissimi e incomprensibili che rappresentano veri e propri "muri di parole".

Le autorità di vigilanza hanno ben presente il problema e da tempo la regolamentazione si sta muovendo nella direzione di affiancare ai documenti informativi completi delle schede di sintesi che dovrebbero contenere gli elementi essenziali. Naturalmente queste iniziative sono lodevoli ma restano inefficaci nei fatti. Da una parte perché sono ancora circoscritte ad una percentuale minoritaria dei prodotti e servizi accessibili agli investitori ma soprattutto perché gli investitori che non sono abituati a compiere scelte d'investimento consapevoli. L'investitore medio è convinto di non essere in grado di scegliere e neppure ci prova. La finanza è percepita (ed in parte sicuramente è così) come troppo complessa e inaccessibile. Questi documenti, per quanto semplificati, molto spesso rimangono inaccessibili (vuoi per scelte comportamentali, vuoi per reale incapacità) alla grande maggioranza degli investitori.

Il profilo di rischio

Se sul primo principio cardine della tutela degli investitori ormai si è consolidata una certa consapevolezza circa la necessità di semplificare le informazioni fornite, sul secondo principio – ancora più difficile da realizzare concretamente – non siamo ancora arrivati neppure ad un livello di consapevolezza del problema da parte degli stessi tecnici che dovrebbero vigilare sulla loro applicazione.

Propedeutico al principio di eseguire solo le operazioni adeguate al profilo dell'investitore vi è l'obbligo normativo di raccogliere tutte le informazioni per determinare quale sia questo profilo. Le informazioni che è necessario raccogliere riguardano gli obiettivi d'investimento, la propensione al rischio ed il grado di conoscenza in materia di investimenti finanziari.

Sembrerebbe una cosa normale e logica, ma determinare il profilo di un investitore è una cosa molto, molto complessa.

Nel mondo reale, nella quasi totalità dei casi, questi questionari vengono precompilati dalle banche e sottoposti ai clienti per la firma in base al tipo di operazione che si è deciso di proporre. In sostanza invece di determinare il profilo di rischio per scegliere come investire, prima si sceglie come investire e poi si redige (o modifica) il profilo di rischio per farlo diventare compatibile con le scelte fatte. E' evidente che questo comportamento, del quale quasi tutti gli investitori hanno fatto esperienza (spesso neppure se lo ricordano perché la compilazione del questionario è stata fatta passare come una mera formalità affogata nel mare delle crocette dei "firmi, qui, qui e qui...") è ai confini del truffaldino. Qui ci preme sottolineare come la pretesa della norma sia, nei fatti, difficile da applicare per coloro che volessero essere realmente coscienti.

La percezione del rischio dei clienti cambia col tempo, molti investitori non hanno veri e propri obiettivi d'investimento se non quello di *"rischiare il meno possibile e guadagnare il più possibile"* (che non è un obiettivo

ma un desiderio: cosa molto diversa). Per dire meglio: non è che non hanno obiettivi, non sono mai stati abituati a pensare in termini di obiettivi di vita collegati ad esigenze finanziarie, ragione per la quale sono particolarmente restii ad affrontare analisi di questo tipo.

Nei rari casi nei quali si desidera veramente tracciare un serio profilo di rischio ci si rende conto di due elementi comuni: la dinamicità e la multi dimensionalità del profilo. Con il primo tratto intendiamo ribadire il fatto che un profilo fatto nel 2001, 2008 o nel 2011 sarà molto diverso di un profilo fatto oggi, dallo stesso investitore, in un momento nel quale i rischi finanziari sono molto poco percepiti. La percezione del rischio negli investitori è molto mutevole. La finanza comportamentale, poi, c'insegna che gli investitori tendono ad essere avversi al rischio, ma se sono in perdita, al fine di recuperare, tendono ad essere più propensi al rischio.

Il problema di fondo è che chiedere ad un investitore "quanto vuoi rischiare?" è privo di senso se non si forniscono, contemporaneamente, dei parametri di riferimento.

La compilazione del questionario dovrebbe essere affiancata ad un momento di informazione su quelle che sono le reali alternative fra le quali scegliere.

Per quanto concerne la multi-dimensionalità del profilo di rischio c'è da evidenziare che è del tutto illogico incasellare un investitore in un unico profilo. Gli esseri umani sono complessi e sfaccettati per natura. Anche qui la finanza comportamentale c'insegna che le persone tendono a crearsi dei "conti mentali". Con una parte del portafoglio sono disponibili a prendersi determinati rischi, con un'altra parte assolutamente no. Incasellare un investitore in un unico profilo di rischio è assolutamente privo di senso.

La verifica di adeguatezza

Ammesso, e non concesso, che si riesca a determinare un profilo d'investimento valido si dovrebbe arrivare poi al cuore della norma a tutela degli investitori, ovvero il fatto che gli intermediari finanziari dovrebbero eseguire solo operazioni adeguate al profilo dell'investitore. (La normativa, in realtà, è più complessa. E' prevista sia la verifica di "adeguatezza" per i servizi di gestione di portafoglio e di consulenza finanziari che quella, più leggera, di "appropriatezza" per gli altri servizi. In alcuni casi, inoltre, è possibile eseguire delle negoziazioni in modalità così detta "execution only" che non prevede questo tipo di verifiche).

Cosa s'intende per "adeguate"? In realtà non esiste nessuna norma che specifichi precisamente il concetto di adeguatezza. I regolamenti parlano di adeguatezza per "tipologia, frequenza e dimensione", ma cosa esattamente questo significhi è rimesso alla libera determinazione degli intermediari. L'autorità di vigilanza, nei fatti, vede di buon occhio una modalità automatizzata che traduce il profilo degli investitori in una qualche scala numerica (ad esempio da 1 a 5 dove 1 sarebbe il profilo conservativo e 5 il profilo più rischioso) e poi assegna a tutti gli strumenti finanziari un'identica scala sulla base, essenzialmente, di indicatori derivati dalla volatilità (che è il modo con il quale, solitamente – sbagliando! - si traduce l'espressione "rischio" in finanza).

Se vogliamo guardare in faccia alla realtà dobbiamo ammettere che fra i tecnici non esiste affatto una uniformità di vedute circa ciò che si possa definire tecnicamente adeguato ad un profilo. Per i casi limite è evidente che tutti siamo d'accordo. E' chiaro, ad esempio, che per una persona che dichiara un profilo conservativo un portafoglio composto al 50% di azioni sia palesemente inadeguato, ma se invece del 50% di azioni si parlasse di un 5% di azioni? Qui probabilmente i pareri – anche fra i tecnici - inizierebbero a differenziarsi parecchio. Per qualcuno investire in azioni su un profilo conservativo sarebbe comunque sbagliato, per altri – paradossalmente – sarebbe sbagliato non farlo, per altri ancora dipenderebbe dal tipo di azioni o di strumento scelto.

Vi è poi il criterio dell'esperienza e conoscenza dell'investitore. Prendiamo un investitore che non abbia mai investito in azioni. Si può sostenere che per questo investitore, anche se propenso al rischio, sia sempre inadeguato l'investimento in azioni? Oppure una certa percentuale di azioni potrebbe essere comunque adeguata? Se sì, quale percentuale?

Solo da questi due esempi si può comprendere come il concetto di adeguatezza sia fortemente discrezionale e dipendente dalle idee del soggetto che fa questa valutazione.

Auspichiamo che le autorità di vigilanza nazionali ed europee aprano presto un serio dibattito sull'efficacia del concetto stesso di adeguatezza per la tutela degli investitori o se non sia più appropriato iniziare a pensare ad altri approcci. Come obiettivo minimo, auspichiamo che così come si stanno facendo dei miglioramenti sul primo principio, quello relativo alle informazioni da fornire agli investitori, s'inizi a pensare da dei miglioramenti anche sul modo (e frequenza) con cui vengono redatti questi profili e sul modo in cui vengono tradotti in verifiche di adeguatezza.