



# Scelte di investimento e regole di tutela

---

Il ruolo della finanza comportamentale  
tra economia, psicologia e diritto

Associazione Disiano Preite - Consob

Milano – 30 novembre 2010



# Terza Sessione

## Regole Giuridiche vs Comportamenti degli Investitori

---

“Crisi finanziaria globale e  
comportamenti degli investitori”

Prof. Matteo De Poli - Università di Padova

[depoli@giuri.unipd.it](mailto:depoli@giuri.unipd.it)

[www.giuri.unipd.it](http://www.giuri.unipd.it) - [www.studiodepoli.it](http://www.studiodepoli.it)

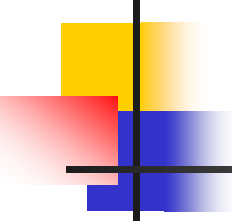


# Line di sviluppo della relazione

---

- Premessa ed enunciazione del problema. *Deregulation e Disclosure Paradigm*
- Le fasi temporali della “Crisi Finanziaria Globale”
- Regolamentazione e crisi finanziaria globale: cosa è andato storto, tra rischi esogeni ed endogeni, fallimenti del mercato e comportamenti individuali
- Tra G20 e Parlamenti nazionali: le materie sotto la luce dei riflettori
- Una verifica concreta: la *Dodd Frank Wall Street Reform Act*
- Conclusioni

# Premessa e prima enunciazione dei problemi



---

## Crisi finanziaria globale:

- Cosa è andato storto?
- Resiste, nei *policymakers*, una “*misguided reliance on the persuasive power of market discipline*” (Avgouleas 2010)?
- Quali sono le linee di tendenza : Obblighi di Informazione&Educazione Finanziaria o Restrizioni&Divieti?
- E sulla *Corporate Governance*, cosa “bolle in pentola”?



# Le fasi della crisi

---

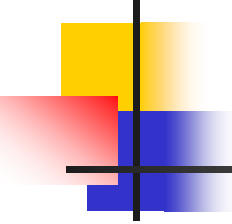
- Estate 2007: aumento dei *default* nel mercato *subprime* USA; i prezzi delle case cominciano a diminuire. Si sgonfia la bolla immobiliare (causata da *overconfidence*)
- Autunno 2007: falliscono due importanti *hedge funds*; aumenta il costo del *funding* interbancario; diminuzione della fiducia nei mercati finanziari; crollo della liquidità; *panic run* su Northern Rock
- Inizio dell'estate 2008: crisi del mercato dei *commercial paper*; aumento delle preoccupazioni sulla liquidità delle grandi banche; piano di salvataggio governativo a favore di Bear Stearns



# Continua

---

- Estate 2008: aggravamento dei problemi relativi ai *residential mortgages*; dagli USA i problemi si trasmettono all'UK ed all'Europa; Fannie Mae e Freddie Mac si affidano all'assistenza finanziaria statale
- Settembre 2008: fallimento di Lehman Brothers e punto massimo della perdita di fiducia. *Panic asset selling (herding)*; *downgrade* di AIG e salvataggio statale. “Congelamento” dei mercati interbancari; crescita dell'affidamento su piani di salvataggio statali
- Ottobre 2008: eccezionali misure statali di salvataggio delle banche in crisi
- Novembre 2008: *credit crunch*, recessione



# Regolamentazione e crisi finanziaria globale: cosa è andato storto tra rischi esogeni ed endogeni, fallimenti del mercato e comportamenti individuali

---

- L'eccesso di liquidità;
- L'aumento degli investitori istituzionali; l'innovazione finanziaria, la complessità dei prodotti, OTD model e emersione di uno “*shadow banking sector*” : il fallimento della *disclosure*;
- La trasformazione del *funding* delle banche;
- Una finanza “globale” in assenza di regolamentazione “globale”: i casi *Lehman Brothers* e *Landsbanki* e il fallimento della vigilanza *cross-border*;

Ma anche ...

- L'atteggiamento di “*overconfidence*” sulla crescita senza limiti della liquidità e “*loss-aversion bias*”
  - Limiti noti e fideistico affidamento sulle agenzie di *rating* e sui *ratings*;
- E i *regulators*...? Il ruolo “ansiogeno” di *Bank of England* nel “*panic run on Northern Rock*” e la “razionale irrazionalità dei depositanti”



# L'inchiesta dell'*House of Commons* sul ruolo delle *Tripartite Authorities* nel caso *Northern Rock*

---

- La critica:

“We recommended that the Tripartite Authorities revise their communications arrangements for future crises, to ensure *a single, coherent and coordinated message*, which was absent in the crisis in September 2007.

*This message needs to take into account the public’s likely reaction, and be in language people can readily understand.*

In view of our previous concerns about stigmatisation and the need which we had identified for a clear communications strategy with the public, *we suggested to HMT witnesses during the current inquiry that the term “Lender of Last Resort” had connotation that might not aid good communication with the public at large.*”





# Basi storiche ed attualità del “*Disclosure Paradigm*”

---

- Le basi storiche del “*Disclosure Paradigm*” e la sua finalità di reprimere abusi di mercato e frodi
- La sua successiva curvatura ideologica:
  - l’informazione come strumento – seppure costoso ed intrusivo - di incremento dell’efficienza dei mercati,
  - come base di ispirazione delle scelte di investimento,
  - come requisito perché il mercato si autoregoli;
- Il “*Disclosure Paradigm*” è ancora un valido strumento di disciplina dei mercati finanziari? E’ ancora la migliore cura di tutti i mali del mercato (J. Brandeis: “*the best disinfectant of the markets*”)?



# Continua

---

- Le riforme stimano o sottostimano i fattori comportamentali della crisi? Le ipotesi:
  - In costanza di omogeneizzazione dei comportamenti il rischio endogeno è stato fattore di produzione della crisi non secondo a quello esogeno
  - Molti dei rischi emersi nella crisi finanziaria del 2008 erano stati fatti oggetto di adeguata informazione
  - Il ruolo della (inedita) complessità dei prodotti, e quello della razionalità limitata degli investitori

## Tra G20 e Parlamenti nazionali.

Le materie oggetto di revisione: capitale, liquidità, governance, strumenti finanziari derivati, grandi gruppi bancari, protezione dei depositanti ...

1. Rafforzamento del patrimonio delle banche (qualità più avanzata; “cuscinetti” aggiuntivi), e contrasto alla prociclicità nelle nuove regole sul capitale
2. Contenimento dei rischi di liquidità e regolazione con la stessa attenzione della regolamentazione del capitale
3. Regolamentazione delle agenzie di rating e dell’uso dei rating; registrazione degli *hedge funds*
4. *Corporate Governance (Walker Review)*: a) Consolidamento dell’indipendenza del *risk management*; b) Miglioramento della preparazione dei NED; c) Maggiore attenzione al possesso di leadership dei Presidenti dei Board; d) Attenzione alla misura ottimale dei board e dei committee; ed alle relazioni tra board e subcommittee. In sostanza, attenzione ad un approccio comportamentale della dinamica del governo societario; Condizionamento della parte variabile della remunerazione ad approcci gestori che non cavalchino il rischio



# Continua

---

5. Spostamento dell'operatività in derivati (CDS) su mercati organizzati
6. Limiti al *proprietary trading* svolto dalle banche commerciali
7. Aumento dell'assicurazione dei depositi bancari
8. Aumento della protezione degli investitori

# Una verifica concreta: la riforma Obama dei mercati finanziari tra disclosure, educazione finanziaria, divieti, limiti operativi

- L'*Investor Protections and Improvements to the Regulation of Securities* (tradotto in [www.studiodepoli.it](http://www.studiodepoli.it)), (Sottotitolo A “Potenziamento della tutela degli investitori”)
  - L’istituzione dell’*Investor Advisory Committee* (S. 919 ss.); dell’*Investor Advocate* (915); del *Bureau of Consumer Financial Protection* (S. 1002 ss.); la tutela “indiretta” del *senior investor* (sussidi agli Stati per programmi educativi)
  - il controllo dei *regulators* sulla qualità dell’inf.; sulla possibilità di accesso all’i.; particolarmente (S. 912, (e)) la possibilità della SEC di “*avviare programmi di monitoraggio temporaneo delle condotte degli investitori che SEC ritenga di pubblico interesse o possano proteggere gli investitori stessi....consultarsi con accademici e consulenti, per quanto è necessario a realizzare gli scopi illustrati nel presente articolo*”
  - Lo studio sul “livello di competenze di base degli investitori” (S. 917)
- oltre a controlli più stringenti ed invasivi, quali quelli sui *residential loans* e contro “*unfair, deceptive, or abusive acts and practices and from discrimination*”;



# In particolare: il ruolo della SEC

---

- SEC. 919: “(2) *CONSIDERATIONS.*—*In developing any rules under paragraph (1), the Commission shall consider whether the rules will promote investor protection, efficiency, competition, and capital formation.*”
- (3) *FORM AND CONTENTS OF DOCUMENTS AND INFORMATION.*— *Any documents or information designated under a rule promulgated under paragraph (1) shall— “(A) be in a **summary format**; and (B) contain **clear and concise** information About— ‘(i) investment objectives, strategies, costs, and risks; and (ii) any compensation or other financial incentive received by a broker, dealer, or other intermediary in connection with the purchase of retail investment products’”*



... e quello del *Bureau of Consumer  
Financial Protection* (S. 1032)

---

- S. 1032. “(a) *The Bureau may prescribe rules to ensure that the features of any consumer financial product or service, both initially and over the term of the product or service, are fully, accurately, and effectively disclosed to consumers in a manner that permits consumers to understand the costs, benefits, and risks associated with the product or service, in light of the facts and circumstances...*”



# Gli strumenti di regolazione di diverso tipo ...

---

- Oltre alle nuove declinazioni del “*Disclosure Paradigm*”, troviamo stringenti limiti all’operatività bancaria e finanziaria
  - La *Volker Rule*
  - La *Swap Pushout Rule*
  - I limiti al *proprietary trading*
  - I limiti all’attività di cartolarizzazione
- La regolamentazione delle agenzie di rating





# Conclusioni (1)

---

- Le riforme evidenziano il declino della stagione di *deregulation* e un minore affidamento verso la *market discipline*
- Il “*Disclosure Paradigm*” non scompare ma è maggiore l’attenzione all’impatto concreto sui comportamenti degli investitori (tecniche di attuazione: volume, timing, formato, contenuto ecc..)
- Emerge una convinzione di una sua insufficienza nella regolamentazione bancaria: l’informazione non garantisce che l’autodisciplina stimoli a condotte prudenti.
- Il ruolo:
  - del legislatore, che dovrà accoppiare *disclosure* a requisiti sul capitale, eventuali limitazioni all’operatività delle banche che raccolgono depositi ed all’utilizzo della cartolarizzazione
  - delle Autorità di Vigilanza, nell’implementazione dei doveri posti dal legislatore, e l’importanza di verifiche ed esperimenti concreti



(2) Le regole, la psicologia ... e la società, con i suoi modelli di comportamento?

---

*“Non domandarci la formula che mondi possa aprirti, sì qualche storta sillaba e secca come un ramo. Codesto solo oggi possiamo dirti, ciò che non siamo, ciò che non vogliamo”*

Eugenio Montale,  
*Non chiederci la parola,*  
Ossi di seppia



Grazie e arrivederci

---

Prof. avv. Matteo De Poli

Università di Padova

[depoli@giuri.unipd.it](mailto:depoli@giuri.unipd.it)