

Milano, 17 marzo 2009

## **CRISI FINANZIARIA: LE PROPOSTE DELL'AIAF**

### ***Obiettivo del documento e sintesi delle proposte***

Con il presente documento, AIAF desidera proporre all'attenzione delle Autorità e dell'opinione pubblica una serie di riflessioni e suggerimenti volti a contrastare la crisi di fiducia che ancora pervade importanti segmenti dei mercati finanziari. L'Associazione ritiene, infatti, che in assenza di un rinnovato sistema di regole e di maggiore trasparenza nel sistema finanziario non sia possibile ristabilire le condizioni per un ordinato sviluppo dei mercati del capitali.

Mercati finanziari efficienti e soprattutto caratterizzati da più elevata trasparenza di condotta e informazione rappresentano una condizione indispensabile di crescita economica e di progresso sociale e civile, in assenza della quale non sarà possibile uscire dalla attuale fase recessiva.

In sintesi, l'Associazione ritiene necessario:

- 1. Modificare gli attuali schemi di supervisione e vigilanza, aumentandone il grado di coordinamento a livello internazionale ed in particolare entro l'Unione Europea. Ridurre il numero delle Autorità di controllo e consolidarne le funzioni, al fine di accrescere l'incisività e l'efficacia degli interventi.**
- 2. Moderare il carattere fortemente prociclico dell'Accordo di Basilea 2, eventualmente accogliendo l'ipotesi di sostituire agli attuali coefficienti - definiti puntualmente - un intervallo di valori.**

3. **Presidiare con maggiore efficacia il rischio sistemico legato ai prodotti finanziari complessi; limitarne la diffusione presso le Amministrazioni pubbliche; accrescere la trasparenza dei relativi mercati.**
4. **Elevare il grado di presidio da parte delle Autorità di vigilanza sulle attività dei fondi *hedge* internazionali.**
5. **Individuare una soluzione ai problemi tecnici (calcolo e comunicazione del *rating*) e ai potenziali conflitti di interesse che caratterizzano l'operare delle agenzie di *rating*.**
6. **Assicurare reale efficienza ed efficacia ai sistemi di amministrazione e controllo delle imprese, anche attraverso valutazioni periodiche dei modelli di governo.**
7. **Porre particolare attenzione ai meccanismi di remunerazione del *top management*, migliorando la composizione dei Comitati di Remunerazione ed affrontando la questione dei conflitti di interesse dei consulenti di tali Comitati.**
8. **Realizzare un serio sforzo collettivo per accrescere il livello e la qualità dell'educazione finanziaria.**

**L'Associazione offre la propria trentennale esperienza nel campo dell'analisi e della formazione finanziaria e conferma la disponibilità a collaborare con le Istituzioni per contribuire al raggiungimento degli obiettivi indicati.**

## **Position Paper AIAF**

### ***Premessa***

La crisi finanziaria ha origini lontane e non è riconducibile all'operato di singole Amministrazioni o a singole decisioni assunte in campo economico – finanziario.

L'intenso processo di deregolamentazione dei mercati e dell'operatività degli intermediari fu avviato negli Stati Uniti all'inizio degli anni Ottanta ed è culminato nel 1999 con la definitiva abolizione del Glass Steagall Act, che prevedeva una serie di barriere tra l'attività delle banche commerciali e quella delle banche d'investimento.

La liberalizzazione dell'attività finanziaria degli intermediari, in presenza di un sistema di vigilanza frammentato e non sufficientemente efficace, si è rivelata nel tempo non funzionale all'obiettivo di favorire la crescita economica e importante causa di instabilità dei mercati e degli stessi intermediari finanziari.

Nel corso degli ultimi trent'anni, un primo segnale d'allarme si era già avvertito con la crisi delle Savings and Loans americane. La liberalizzazione della remunerazione dei depositi e dell'allocazione degli attivi, attuata in assenza di sufficienti controlli da parte delle Autorità, aveva costretto il Governo statunitense a massicce e costose azioni di salvataggio.

La storia però non è stata maestra. Nell'ultimo decennio l'innovazione finanziaria è spesso degenerata: gli obiettivi originari degli strumenti finanziari di copertura del rischio sono stati travalicati; operazioni di cartolarizzazione sono frequentemente servite a trasferire il rischio creditizio, talvolta con dubbia trasparenza; l'ingegneria finanziaria ha avuto in molti casi come unico scopo quello di rendere particolarmente complessi i prodotti offerti a investitori istituzionali e privati.

Alcuni intermediari finanziari hanno fatto un uso troppo frequente di strumenti caratterizzati da elevata opacità; la comprensione del rischio creditizio originato e distribuito al sistema finanziario internazionale è divenuta spesso molto complessa. A livello sistemico, il grado di rischio è stato ampiamente sottovalutato da singoli operatori e Autorità di vigilanza.

A livello globale, gli investitori istituzionali sono stati poco diligenti nelle scelte di impiego del risparmio affidato loro dalle famiglie e nell'accettazione acritica dei giudizi espressi

dalle agenzie di *rating*. La comprensione del rischio assunto e le relative valutazioni effettuate si sono rivelate inadeguate rispetto alle oscillazioni del mercato.

Le agenzie di *rating* sono risultate afflitte da ricorrenti conflitti di interesse, in quanto legate ad un doppio ruolo di valutatori e consulenti degli emittenti. Anche quando tale conflitto non sussisteva, le metodologie di misurazione del rischio non sempre sono state efficaci nel fornire al mercato una pronta informativa sulla solvibilità degli emittenti e dei singoli strumenti quotati e non quotati.

Gli stessi analisti finanziari, senza particolari differenziazioni a livello geografico, hanno mostrato qualche difficoltà nel guardare alla sostenibilità nel medio – lungo periodo della redditività delle società e, solo con ritardo, hanno adeguato alcuni parametri valutativi, come ad esempio il premio al rischio, alla mutata situazione dei mercati.

Nel complesso, la generazione di grandi volumi di credito ha garantito una crescita economica superiore al potenziale, al costo però di una generazione eccessiva di rischio. L'abbondanza di credito ha accresciuto la dipendenza degli Stati Uniti dal finanziamento estero, aggravando gli squilibri internazionali tra aree del mondo in avanzo e disavanzo commerciale. In una fase ciclica in cui il mercato immobiliare americano – principale attività a garanzia dell'espansione primaria e derivata del credito - ha iniziato a mostrare i primi segni di debolezza, la solvibilità dei debitori è risultata a rischio e la crisi ha colpito operatori bancari e finanziari di tutto il mondo.

Il rischio di un collasso del sistema finanziario internazionale è stato molto elevato, tanto da costringere i principali governi ad azioni di sostegno e di ricapitalizzazione del sistema bancario ed assicurativo, che auspichiamo abbiano un orizzonte temporale limitato. La crisi finanziaria ha sollecitato l'avvio di una riflessione critica sugli assetti della supervisione e della vigilanza e – più ampiamente – sul tema del rapporto tra mercato e regole e sulla nozione stessa di economia di mercato.

## 1. *Supervisione e vigilanza sui mercati e sugli emittenti*

**E' necessario modificare gli attuali schemi di supervisione, aumentandone il grado di coordinamento a livello internazionale ed in particolare entro l'Unione Europea. E' altresì necessario ridurre il numero delle Autorità di controllo e consolidarne le funzioni, al fine di accrescere l'incisività e l'efficacia degli interventi.**

La crisi ha mostrato l'insufficienza degli attuali sistemi di vigilanza, tanto di quelli caratterizzati dalla presenza di un regolatore unico che di quelli articolati in più *authority* specializzate per segmenti di mercato o funzioni. E' opinione di AIAF che occorra ulteriormente rafforzare le funzioni di coordinamento tra gli Organi nazionali di vigilanza, pervenendo alla creazione di una singola Autorità di controllo.

L'Associazione è consapevole che la centralizzazione delle competenze presso un'unica *authority* sovranazionale non è obiettivo di breve periodo. Nella Dichiarazione finale del vertice dei G-20 del 15 novembre 2008, i capi di Stato e di Governo hanno ribadito il convincimento che la regolamentazione è innanzitutto responsabilità dei *regulator* nazionali, che formano la prima linea di difesa contro l'instabilità dei mercati. Riconosciuta peraltro la dimensione globale dei mercati finanziari, il documento rimarca l'importanza della cooperazione internazionale tra le Autorità di controllo come indispensabile forma di protezione contro turbative che possano mettere in pericolo la stabilità finanziaria internazionale. Ma anche se la costituzione di una *authority* sovranazionale non dovesse rappresentare nel breve termine la soluzione finale, è assolutamente necessario che non sia lasciata cadere l'occasione offerta dalla crisi per rendere più snella ed efficiente la struttura dei controlli.

Una soluzione potrebbe consistere nell'adozione di un modello di controllo per funzioni, applicando in modo originale il principio dell'armonizzazione minima. In termini più espliciti, si potrebbe pensare ad una organizzazione dell'attività regolamentare e di vigilanza ordinata a livello nazionale per finalità: macrostabilità, microstabilità, trasparenza e concorrenza, ciascuna delle quali affidata ad autorità separate. A livello europeo - tenendo conto che la macrostabilità rientrerebbe nelle responsabilità delle banche centrali - la struttura organizzativa potrebbe assumere nei rimanenti tre ambiti il modello federale già sperimentato nel caso del Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC), che prevede la coesistenza di *regulator* nazionali con un organo sovranazionale di coordinamento. Potrebbe in tal modo mettersi in moto un

meccanismo virtuoso di competizione regolamentare tra i paesi membri: i paesi con meno *authority* (al limite una sola) avrebbero una rappresentanza sopranazionale più unitaria.

## **2. Solvibilità degli intermediari e politiche creditizie**

**Occorre moderare il carattere fortemente prociclico dell'Accordo di Basilea 2, eventualmente accogliendo l'ipotesi di sostituire agli attuali coefficienti - definiti puntualmente - un intervallo di valori.**

La crisi finanziaria ha messo in evidenza il carattere fortemente prociclico degli indici di solvibilità introdotti dagli Accordi di Basilea.

Obiettivo del secondo Accordo è accrescere la sensibilità al rischio dei requisiti minimi di capitale: tanto nella versione *cd.* standardizzata che in quella denominata *internal rating based*, ciascuna attività è infatti ponderata in relazione al rispettivo grado di rischio. In caso di recessione, l'eventuale *downgrade* del prestatore comporta per le banche la necessità di effettuare maggiori accantonamenti, restringendo i flussi di credito; al contrario, in fase di espansione, i miglioramenti del merito di credito della clientela si traducono in minori accantonamenti ed in una più ampia possibilità di erogare flussi di finanziamento. Ad amplificare l'effetto prociclico concorrono, in una fase recessiva, le perdite su crediti e le svalutazioni delle attività finanziarie e dell'avviamento, che deprimono gli utili e quindi la capacità di generare capitale per via interna; l'opposto si verifica nelle fasi di espansione economica, in presenza di utili che accrescano il patrimonio di vigilanza.

Al fine di attenuare il citato effetto prociclico, il Gruppo dei Trenta ha recentemente avanzato il suggerimento che i coefficienti di riferimento siano espressi in termini di intervallo di valori, anziché in modo puntuale (Group of Thirty, "*Financial Reform: a Framework for Financial Stability*", gennaio 2009).

Agli intermediari potrebbe essere richiesto di posizionarsi nella parte alta del *range* di riferimento - mantenendo valori dell'indice di capitalizzazione eventualmente anche più elevati di quelli attualmente richiesti dalla regolamentazione - nelle fasi di maggiore esuberanza dei mercati, quando è più elevata la probabilità che i rischi non siano correttamente valutati. Al contrario, nelle fasi di crisi potrebbe essere consentito di collocarsi nella parte bassa dell'intervallo, laddove emergano rischi consistenti di restrizione del credito.

### **3. Trasparenza nel collocamento e nella negoziazione degli strumenti finanziari**

**E' necessario presidiare con maggiore efficacia il rischio sistemico legato ai prodotti finanziari complessi; limitarne la diffusione in particolare presso le Amministrazioni pubbliche; accrescere la trasparenza dei relativi mercati.**

Tra le azioni immediate di vigilanza prudenziale, il vertice dei G-20 di metà novembre 2008 ha rivolto un pressante invito alle Autorità di vigilanza dei paesi membri affinché aumentino gli sforzi diretti a ridurre il rischio sistemico delle operazioni in *Credit Default Swap* (CDS) e derivati *Over The Counter* (OTC), sollecitino i partecipanti al mercato a sviluppare piattaforme elettroniche per la contrattazione dei CDS, accrescano il grado di trasparenza del mercato dei derivati OTC.

I CDS, i derivati OTC e le *Collateralized Debt Obligations* (CDOs) tipicamente si connotano come strumenti finanziari ad elevato grado di rischio; possono presentare tra l'altro un livello ridotto di liquidità.

Pochi dati sono sufficienti a rendersi conto della rilevanza del problema: le dimensioni della finanza risultano oggi almeno 12 volte superiori a quelle dell'economia reale; soltanto una quota inferiore al 10% degli strumenti finanziari circola sui mercati regolamentati, il resto è trattato *over the counter*.

Al fine di accrescere la liquidità del mercato, l'Associazione ritiene opportuna l'istituzione di una *clearing house* per la liquidazione e la compensazione delle operazioni di negoziazione su questi strumenti finanziari.

Come misura minimale, AIAF ravvisa la necessità che siano rese disponibili maggiori informazioni circa la quantità e le caratteristiche degli strumenti in circolazione. Attualmente, la Banca d'Italia emette un comunicato stampa semestrale con cui rende nota l'entità dei derivati in circolazione, sia per categoria di rischio che per controparte: è auspicabile che aumentino la frequenza delle rilevazioni e la quantità delle informazioni disponibili.

AIAF reputa inoltre necessario che la commercializzazione di prodotti derivati e strutturati sia ristretta alle categorie più qualificate di operatori finanziari, evitandone in particolare il collocamento e la vendita presso le Amministrazioni pubbliche.

In generale, quando le operazioni proposte a clientela non professionale abbiano ad oggetto strumenti finanziari per i quali non esiste un mercato sufficientemente liquido e trasparente, occorre che sia elevata ai massimi livelli la qualità dell'informazione offerta al cliente: la comunicazione deve risultare non solo completa, puntuale ed esaustiva, ma anche chiara, avvicinabile e facilmente comprensibile.

#### 4. **Hedge funds internazionali**

**E' necessario accrescere il grado di presidio da parte delle Autorità di vigilanza sulle attività dei fondi *hedge* internazionali.**

L'ammontare complessivo del controvalore gestito dai fondi *hedge* è significativamente cresciuto negli ultimi anni: in base a stime del McKinsey Global Institute (The New Power Brokers, Luglio 2008), il valore delle attività sarebbe triplicato a partire dal 2000, raggiungendo 1,9 trilioni di dollari a fine 2007. Il Global Financial Stability Report diffuso dal Fondo Monetario Internazionale nell'ottobre 2008 segnala che, a partire dalla metà del 2007, si sarebbero registrati, tra i soli fondi *hedge fixed-income*, ben 31 casi di fallimento, per un attivo complessivo di 97 miliardi di dollari.

Dal momento che le tecniche di investimento di questi fondi possono basarsi anche su strategie complesse - in grado di esercitare effetti amplificati sull'andamento e sulla volatilità dei mercati - è opportuno che la loro attività sia sottoposta ad un maggior grado di controllo da parte degli Organi di Vigilanza internazionali, quantomeno tramite una informativa periodica al mercato circa l'effetto di leva utilizzato. Una proposta di legge recentemente avanzata negli Stati Uniti (*Hedge Funds Transparency Act*, proponenti i senatori Levin e Grassley) prevede l'introduzione di un obbligo di registrazione dei fondi *hedge* presso la Security Exchange Commission - unitamente a prescrizioni in tema di *disclosure*, di adeguamento agli *standard* contabili della Commissione e di cooperazione alle indagini dalla stessa promosse.

Sotto il profilo regolamentare e della vigilanza, l'Italia si pone all'avanguardia rispetto ai paesi anglosassoni: l'industria domestica degli *hedge funds* di diritto italiano è sottoposta infatti ad un elevato grado di controllo da parte delle Autorità di Vigilanza. Tale esempio andrebbe seguito nei paesi anglosassoni.



## 5. Agenzie di rating

**Devono essere risolti i problemi tecnici (calcolo e comunicazione del rating) e i potenziali conflitti di interesse che caratterizzano l'operare delle agenzie di rating.**

Le agenzie di *rating* attive nella UE sono attualmente regolamentate dal Codice di condotta della International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) – l'adesione è basata sul principio *comply or explain* – e sono soggette a valutazione annuale da parte del Committee of European Securities Regulators (CESR). A metà novembre, la Commissione Europea ha diffuso una proposta di Regolamento che persegue quattro obiettivi di ampio respiro: 1) garantire che le agenzie di *rating* prevenivano l'insorgere dei conflitti di interesse o almeno li gestiscano adeguatamente; 2) migliorare la qualità delle metodologie utilizzate e dei *rating*; 3) accrescere la trasparenza, fissando obblighi di comunicazione delle informazioni in capo alle agenzie; 4) garantire un quadro di registrazione e vigilanza efficiente, evitando arbitraggi regolamentari tra i paesi dell'Unione.

La natura globale dell'attività di *rating* suggerisce l'opportunità che siano definite condizioni operative uniformi a livello mondiale, introducendo nell'Unione Europea un quadro regolamentare comparabile a quello già applicato negli Stati Uniti (*Credit Rating Agency Reform Act of 2006*) e basato sui medesimi principi.

L'Associazione concorda su alcune delle disposizioni presenti nella bozza di Regolamento, in particolare sull'opportunità di separare nettamente l'attività di *rating* dalla consulenza e sulla necessità di assicurare un più elevato grado di trasparenza in merito ai processi e alle metodologie utilizzati dalle agenzie. In particolare, è opportuna la netta separazione tra la consulenza per l'assegnazione di una valutazione di *rating* e gli altri servizi; ne consegue che la normativa dovrebbe stabilire che i soggetti eroganti il *rating* e la consulenza ancillare, o altri tipi di servizi, siano due soggetti aziendali giuridicamente distinti. AIAF ritiene in sostanza che la costruzione di muraglie cinesi – o procedure interne alle agenzie – siano, di fatto, insufficienti ad eliminare potenziali conflitti di interessi.

Riguardo invece alle metodologie applicate per la valutazione del merito creditizio, l'Associazione ritiene necessario che esse siano dettagliatamente descritte al mercato, anche con esempi, indicando chiaramente l'intero processo di analisi e tutte le formule valutative

adottate nel procedimento di calcolo. Ciò permetterebbe al mercato – ed in particolare agli utilizzatori – di verificare la metodologia adottata e le ipotesi quantitative di base che vanno ad alimentare i modelli di valutazione: gli utilizzatori potrebbero anche effettuare simulazioni alternative a quelle adottate dall'agenzia di *rating*.

AIAF ritiene inoltre opportuno che sia affrontata la questione della standardizzazione delle scale di *rating* fra le varie agenzie. A questo proposito è opinione dell'Associazione che sia utile adottare una scala universale del merito creditizio in termini di probabilità di *default* (DP, Default Probability).

Pur lasciando alle agenzie le tradizionali scale basate su classi descritte da lettere, simboli algebrici o numeri (AAA, AA+, AA, ... citando la scala Standard & Poor's), la ulteriore evidenziazione al mercato della Default Probability, calcolata dalla società di consulenza del *rating* (agenzia), consentirebbe di accrescere la trasparenza e comprensibilità delle valutazioni. Infatti, un *rating* indicato con BBB- (soglia dell'*investment grade*, tra l'area a basso rischio e l'area speculativa) ha un rischio di fallimento ad un anno dello 0,53%: valore quantitativo che indica chiaramente, senza interposte classi, che 53 imprese su 10.000 hanno probabilità di fallire nell'arco di un anno.

Coerentemente con l'approccio sopra esposto, AIAF non ritiene sufficiente la scelta di prevedere una diversa categoria di *rating* per gli strumenti finanziari strutturati, pur essendo questa in linea con le raccomandazioni della IOSCO, della SEC e dell'Institute of International Finance (IIF), riprese nel Rapporto di ottobre del Financial Stability Forum. L'indicazione della Default Probability per ciascuno strumento finanziario risulterà di per sé immediatamente chiara a qualunque operatore ed al mercato in generale.

Con riferimento alla disciplina dei conflitti di interesse, la bozza di Regolamento proposta dalla Commissione non affronta la questione, fondamentale a parere di AIAF, della remunerazione delle società di *rating*: è opinione dell'Associazione che un più efficace presidio dei conflitti possa essere ottenuto imponendo che l'informazione circa il costo della valutazione di *rating* sia esposto nella nota integrativa del bilancio dell'emittente.

L'attuale prassi prevede che la comunicazione del *rating* al mercato sia subordinata alla discrezionalità dell'emittente; ad avviso dell'Associazione è invece necessario che la valutazione ottenuta sia in ogni caso resa pubblica, anche se non gradita all'emittente.

Appare infine utile che nelle prassi commerciali del mercato del *rating* venga previsto che gli emittenti debbano formalizzare la richiesta di un servizio di *rating* attraverso un bando

pubblico: la mancanza di trasparenza e chiarezza circa i contenuti tecnici e commerciali rende molto difficile l'ingresso di nuovi soggetti, ancorché validi ed innovativi, in grado di proporre i propri servizi di valutazione del merito creditizio. Superando sterili auspici alla concorrenza, la previsione di un bando dettagliato e trasparente favorirebbe in concreto la concorrenza e la trasparenza nel settore del *rating*.

## **6. Sistemi di controllo societario**

**Occorre assicurare reale efficienza ed efficacia ai sistemi di amministrazione e controllo delle imprese, anche attraverso valutazioni periodiche dei modelli di governo.**

La recente crisi finanziaria sollecita una riflessione critica in tema di *governance* societaria e della relativa *compliance* alle norme e ai principi di autodisciplina.

Tra le lezioni più significative che è possibile trarre dai recenti eventi, emerge sicuramente la necessità di una attenta valutazione della reale efficienza ed efficacia dei sistemi di amministrazione e di controllo, al di là delle formali enunciazioni di principio circa l'aderenza ai principi dettati dalla regolamentazione e dall'autoregolamentazione. In ogni sede, questa lezione dovrebbe indurre ad opportune autocritiche e - nel concreto - suggerire l'opportunità di valutazioni periodiche, obbligatorie e responsabili dei modelli di *governance* e dei sistemi di controllo preventivo.

Risulta in particolare opportuno che sia assicurata l'assoluta indipendenza dei sistemi di controllo interno rispetto alla società di revisione contabile della capogruppo o delle controllate e correlate, al fine di limitare l'insorgenza di potenziali conflitti di interesse e di accrescere l'efficienza e l'efficacia dei controlli.

E' auspicabile al proposito una completa *disclosure* da parte della società che ha conferito l'incarico di revisione, delle società da essa controllate o che la controllano o sono sottoposte a comune controllo, circa le relazioni che essa o le sue controllate intrattengono con le entità appartenenti alle reti delle società di revisione contabile del gruppo.

## 7. Politiche di remunerazione

**E' necessario riservare particolare attenzione ai meccanismi di remunerazione del *top management*, migliorando la composizione dei Comitati di Remunerazione ed affrontando la questione dei conflitti di interesse dei consulenti di tali Comitati.**

Sempre con riferimento ai temi del governo societario, è opinione di AIAF che particolare attenzione debba essere dedicata ai meccanismi di retribuzione del *top management*.

La remunerazione variabile deve essere valutata su obiettivi di medio lungo periodo (3-5 anni), non deve risultare sbilanciata a favore della *performance* di breve né deve risultare in contrasto con le politiche di prudente gestione del rischio; in questo senso appaiono orientate anche le disposizioni in materia di governo societario delle banche emanate dalla Banca d'Italia nel marzo 2008.

In un sistema imprenditoriale moderno, il tema degli incentivi è centrale nella parametrizzazione retributiva del *top management*. Gli incentivi devono essere concessi dopo aver valutato i risultati ottenuti dai piani strategici posti in essere: i *bonus* erogati si baserebbero in tal modo su casi concreti di creazione di valore per gli azionisti. I vantaggi economici dei *bonus* devono poter essere realizzati solo con gradualità da parte dei beneficiari, qualora costituiti da azioni della società in cui il *manager* opera. E' opportuno infine che il legislatore preveda la nullità di accordi bilaterali tra *manager* e azienda riguardanti indennità extra di fine mandato, in presenza di situazioni di dissesto finanziario o di grave crisi aziendale.

Una speciale considerazione deve essere riservata alla composizione dei Comitati di Remunerazione, sotto gli aspetti dell'indipendenza e della professionalità; deve infine essere affrontato il tema del conflitto di interessi dei consulenti. In particolare, il Comitato Remunerazione deve essere composto nella maggioranza da consiglieri indipendenti che siano in grado di approfondire le problematiche della remunerazione, senza peraltro dover essere degli specialisti; i consulenti del Comitato devono essere liberi da qualsiasi conflitto di interesse con la società.

## 8. Educazione finanziaria

**Appare urgente un serio sforzo collettivo per accrescere il livello e la qualità dell'educazione finanziaria.**

L'asimmetria da sempre esistente tra il complesso mondo della finanza e la capacità del cliente *retail* di accedere alle informazioni che lo riguardano è andata ulteriormente crescendo con l'innovazione finanziaria: numerose indagini internazionali mostrano un modesto livello di comprensione delle questioni finanziarie da parte dei consumatori, anche nelle economie più avanzate.

Ad avviso di AIAF, tale asimmetria richiede due tipi di interventi. Sul fronte della regolamentazione e delle buone pratiche, è necessaria un'attenzione costante alla corretta informazione in un'ottica di tutela dei consumatori; in una prospettiva di più lungo periodo, occorre un serio sforzo collettivo per accrescere il livello e la qualità dell'educazione finanziaria, sforzo cui dovrebbe contribuire anche la preparazione scolastica. Nessuna norma di trasparenza contrattuale, nessun obbligo di informazione, nessun intervento a tutela della concorrenza risulta infatti veramente efficace se gli investitori non dispongono degli strumenti conoscitivi necessari ad effettuare scelte informate e consapevoli.

Un adeguato livello di *financial education* comporta benefici di natura sia economica che sociale. Sotto il profilo economico, una più elevata cultura finanziaria migliora l'allocazione delle risorse e rende i mercati finanziari più efficienti; dal punto di vista sociale, essa aiuta nella pianificazione di scelte cruciali nella vita degli individui, riducendo i rischi di emarginazione delle fasce più deboli della popolazione.

Proprio a partire da questa consapevolezza AIAF, che da decenni opera con successo nel campo della formazione finanziaria, rinnova la disponibilità a collaborare con le Istituzioni per elevare il livello di conoscenza e di consapevolezza degli investitori nelle scelte di indebitamento e di allocazione del risparmio.



**Associazione Italiana  
degli Analisti Finanziari**

**20123 milano – via dante, 9  
tel. +39 0272023500 r.a.  
fax +39 0272023652  
<http://www.aiaf.it>  
[info@aiaf.it](mailto:info@aiaf.it)**