

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

GENNAIO/MARZO

2018

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE SCIENTIFICA

FILIPPO SARTORI, STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO,
FILIPPO ANNUNZIATA, SIDO BONFATTI, FRANCESCO CAPRIGLIONE,
ALFONSO CASTIELLO D'ANTONIO, PAOLOEFISIO CORRIAS, FULVIO
CORTESE, MATTEO DE POLI, RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO
DOLMETTA, ALBERTO GALLARATI, UGO PATRONI GRIFFI, BRUNO
INZITARI, MARCO LAMANDINI, RAFFAELE LENER, PAOLA
LUCANTONI, ALBERTO LUPOI, DANIELE MAFFEIS, LUCA
MANDRIOLI, RAINER MASERA , ALESSANDRO MELCHIONDA,
ROBERTO NATOLI, ELISABETTA PIRAS, MADDALENA RABITTI,
GIUSEPPE SANTONI, MADDALENA SEMERARO, ANTONELLA
SCIARRONE ALIBRANDI, FRANCESCO TESAURO

DIREZIONE ESECUTIVA

ALBERTO GALLARATI, PAOLA LUCANTONI, LUCA MANDRIOLI,
ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, MADDALENA
SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

FRANCESCO ALBERTINI, FRANCESCO AUTELITANO, STEFANO DAPRÀ,
EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, MASSIMO MAZZOLA,
MANILA ORLANDO, CARLO MIGNONE, EDOARDO RULLI, STEFANIA
STANCA

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

Finanza comportamentale e scenari probabilistici: brevi riflessioni sul KID

1. Introduzione

Oggetto del presente lavoro è una breve analisi del KID (*Key Information Document*), di cui al Reg. (UE) 1286/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio, integrato dal successivo Reg. del. (UE) 653/2017 della Commissione; tali Regolamenti sono richiamati, a loro volta, dalla delibera Consob 20250 del 28 dicembre 2017, con la quale viene introdotto il Capo IV-*bis* del Reg. Consob n. 11971/1999 che individua, fra l'altro e specificamente, termini e modalità di notifica del KID all'Autorità di vigilanza¹.

Le indicate disposizioni normative interessano i cc.dd. PRIIPs, ossia i *packaged retail investment and insurance-based investments products* (prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati)², la cui disciplina è stata introdotta, sostanzialmente, al fine di ristabilire, anche attraverso una adeguata informativa pre-contrattuale, la fiducia dei risparmiatori nei confronti del mercato finanziario.

In tale contesto si inserisce, per l'appunto, il KID, ossia il documento, elaborato dai *manufacturers* dei PRIIPs, contenente la sintesi dei principali elementi caratterizzanti il prodotto finanziario, tali da consentire all'investitore di valutare consapevolmente la scelta d'investimento.

Pare opportuno precisare che, alla determinazione del contenuto del KID, si è giunti all'esito di un test condotto su risparmiatori di varie nazioni (documento elaborato sulla base del primo dei citati Regolamenti): tale studio, definito "*Consumer testing study of the possible new format and content for retail disclosures of packaged*

¹ Sul punto si vedano anche le "Istruzioni operative per la notifica dei KID dei PRIIPs" adottate dalla stessa Consob, nonché la "Relazione illustrativa delle conseguenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori", del 29.12.2017.

² Tali prodotti sono definiti dall'art. 4 del Reg. 1286 cit. che, all'art. 2, par. 2, specifica a quali strumenti finanziari il regolamento non si applica.

retail and insurance-based investment products”³ (da ora in avanti: *Consumer testing*), era diretto, sostanzialmente, ad individuare le informazioni da fornire agli investitori, attraverso la somministrazione di differenti modelli di KID, al fine di giungere al modello che meglio consentisse loro di comparare, e selezionare, i prodotti di investimento maggiormente confacenti alle loro esigenze di investimento.

Lo studio è stato strutturato in due fasi: nella fase I i vari elementi del KID (rischi, *performance* e costi) sono stati testati separatamente; nella fase II si è testato il KID “completo”, somministrando ai risparmiatori (scelti fra gli acquirenti –o potenziali acquirenti- di PRIIPs) differenti versioni dello stesso.

Entrambe le fasi di studio (I e II) si differenziano per un approccio “quantitativo” e “qualitativo”, con il primo intendendosi, in sintesi, un sondaggio su larga scala, rivolto ai consumatori di dieci Stati membri dell’UE; con il secondo, invece, una “implementazione” del primo focalizzata su un gruppo più ristretto di investitori di sei Paesi dell’UE, per effettuare un esame più dettagliato di alcuni aspetti già esaminati durante la fase “quantitativa”.

Il *Consumer testing* ha accertato che, nella fase “quantitativa”, è risultato più utile un “approccio” semplificato, ossia basato su informazioni non troppo dettagliate, ciò consentendo una migliore comprensione delle informazioni chiave.

Anche -in tale ottica, si è giunti al modello su sette livelli di rischio, indicati in linea orizzontale invece che in verticale⁴, preferendosi poi, nell’evidenziare il livello di rischio, evitare il colore rosso, che avrebbe rappresentato un segnale di pericolo, *in pro* di un colore neutro (giallo) atteso, altresì, che la rappresentazione con il colore rosso avrebbe allontanato gli investitori dai prodotti più rischiosi, che pure avrebbero potuto essere, per loro, “appropriati”.

Con riferimento agli scenari di *performance*, il *Consumer testing* ha rilevato che si è preferita la rappresentazione di tre possibili

³ *MARKT/2014/060/G for the implementation of the Framework Contract n° EACH-2011-CP-01 Final Report*. Si v., in particolare, l’*Executive summary* dello stesso.

⁴ Come, ad esempio, quella utilizzata per i valori energetici (v. p. 14 del *Consumer testing*); si osserva, inoltre, a p. 66 del *Consumer testing*, che la rappresentazione su scala verticale induce alcuni investitori a classificare il prodotto come “buono” o cattivo”, invece che più o meno rischioso.

scenari, su tre orizzonti temporali, con la indicazione della durata raccomandata, rispetto a quella con un singolo orizzonte temporale: rappresentazione per scenari temporali che si è preferita, altresì, al grafico “a linea”, al “*funnel of doubt*” e a quello “a barre”. Il Reg. 653 (All. V), ha aggiunto, ai 3 scenari suggeriti (negativo, neutrale e positivo), quello definito “di stress”.

In relazione ai costi, il *Consumer testing* prevede due tabelle: dalla prima risultano i costi di ingresso, annuali e di uscita, sia in termini percentuali che monetari; dalla seconda, la loro incidenza (in percentuale e monetaria) in relazione al tempo dell’investimento, scandito in tre periodi temporali, indicati in anni.

L’All. VII al Reg. 653 sembra recepire solo parzialmente le indicazioni del *Consumer testing*, non prevedendo la indicazione monetaria dei costi (Tabella 1); più articolato è, invece, il sistema dei costi in percentuale, prevedendosi, fra quelli *una tantum*, i costi di ingresso e di uscita; fra quelli correnti, i costi di transazione del portafoglio⁵ e “gli altri costi correnti”⁶; gli oneri accessori, infine, vengono ripartiti in commissioni di *performance*⁷ e di *overperformance* (“*carried interests*”)⁸ (Tabella 2). Non viene però indicato, nel richiamato Allegato, il valore complessivo dell’investimento al lordo e al netto dei costi -pure previsto nel *Consumer testing*-, che avrebbe costituito, ritengo, un utile e sintetico riferimento per l’investitore. Inoltre, la indicazione di essi costi in relazione al periodo dell’investimento pare meno dettagliata, prevedendosi il loro impatto sul rendimento in caso di “uscita” dall’investimento entro il primo anno, oppure, in generale, prima o dopo il periodo raccomandato, e non in base ai singoli anni in cui lo strumento finanziario viene detenuto.

⁵ Definiti come “impatto dei nostri costi di acquisto e vendita degli investimenti sottostanti per il prodotto”.

⁶ Definiti come quelli sostenuti per gestire gli investimenti e quelli di cui alla Sez. II.

⁷ Trattenuti ove la performance del prodotto superi il suo parametro di riferimento.

⁸ Trattenuti ove la performance sia superiore a x%.

2. Alcune considerazioni di “finanza comportamentale” sul KID: la rappresentazione del rischio

2.1 I “colori” e i “termini” del KID

Fatta questa sintetica premessa sugli elementi caratterizzanti il KID, può procedersi con qualche breve considerazione in merito ad esso.

Innanzitutto, la previsione degli scenari probabilistici rafforza l’idea che “la finalità della trasparenza informativa sul profilo di rischio dei prodotti di investimento *non-equity* è quella di consentire agli investitori l’assunzione di scelte d’investimento consapevoli”⁹, collocandosi tra gli strumenti di *empowerment* del risparmiatore, con i quali egli viene “educato” a “fronteggiare gli errori” attraverso, ad esempio, la pubblicazione di tavole sinottiche. Tale approccio, pur condivisibile, non appare di per sé sufficiente ad evitare gli errori di investimento: pertanto, “non basterebbe informare ed educare, ma occorrerebbe anche tener conto degli errori nella definizione delle informazioni e degli strumenti di educazione finanziaria”¹⁰.

Quanto detto si inserisce nel più ampio discorso della precisa scelta di riduzione e semplificazione dei carichi informativi in *pro* di un linguaggio “scritto, non tecnico, chiaro e conciso”¹¹.

⁹ M. MINENNA-G. M. BOI-A. RUSSO-P. VERZELLA-A. OLIVA, *Un approccio quantitativo risk-based per la trasparenza dei prodotti d’investimento non-equity*, in *Quad. Consob* n. 63/2009, p. 1, ove già si evidenziava (p. 12) l’opportunità di un intervento normativo, a livello comunitario, che rendesse, attraverso un’unica direttiva, uniforme la disciplina della trasparenza informativa, evitando “gli eventuali arbitraggi normativi potenzialmente creati da scelte del legislatore nazionale, come ad esempio è avvenuto in Italia per i prodotti finanziario assicurativi”. In tale ottica, “un’efficace trasparenza sui rendimenti potenziali, sull’orizzonte temporale d’investimento consigliato e sui profili di rischio e onerosità dei prodotti consentirà, in presenza di opportuni presidi normativi, una maggiore prevenzione di episodi di scorrettezza i cui effetti possono essere mitigati solo in parte da provvedimenti sanzionatori assunti in un momento successivo”.

¹⁰ N. RANGONE, *Errori cognitivi e scelte di regolazione*, in AA. VV., *Finanza comportamentale. Investitori a razionalità limitata*, a cura di U. Morera e F. Vella, Bologna, 2012, p. 12 s.

¹¹ D. ROSSANO, *Il contributo delle scienze cognitive nella valutazione della propensione al rischio*, in AA. VV., *Finanza comportamentale. Investitori a razionalità limitata*, cit., p. 92 s.

Condivisibile appare, pertanto, la scelta di riassumere, in un documento sintetico (il KID per l'appunto), le principali informazioni da fornire al potenziale investitore, evitando un eccesso delle stesse, se non altro perché informare molto non significa (non sempre, almeno) informare meglio. Analizzando, infatti, più studi condotti sul tema, si è rilevato che “anche gli investitori più informati registrano *performance* inferiori e possiedono portafogli meno diversificati. Avere accesso a un *set* informativo più ampio aumenta l'*overconfidence* perché accentua l'illusione di conoscere il mercato azionario”¹²; inoltre, “non necessariamente maggiore informazione corrisponde a migliori decisioni. L'attenzione è, infatti, limitata così come limitata è l'abilità degli individui di raccogliere ed interpretare le informazioni. Troppe informazioni possono generare fenomeni di *information overload* e possono al contempo indebolire la percezione degli elementi veramente importanti. Kruschke e Johansen (1999) mostrano, in particolare, che le informazioni entrano in competizione (*cue competition*) e quelle più evidenti (*salient*) dominano e distraggono l'attenzione da quelle rilevanti ai fini della decisione”¹³,

¹² E. M. CERVELLATI-P. FATTORI-P. PATTINONI, *Caratteristiche socio-demografiche e “trading” degli investitori individuali: nuove evidenze sul caso italiano*, in AA. VV., *Finanza comportamentale. Investitori a razionalità limitata*, cit., p. 151. Si è, poi, osservato che quando è stata paventata, ad alcune persone alle quali era stato inviato un prospetto informativo semplificato, relativo ad alcuni fondi di investimento, la possibilità di ricevere detto prospetto nel formato completo, l'opzione è stata esercitata da un numero poco significativo di soggetti. Si è, in tal modo, dimostrata “da una parte, la scarsa rilevanza nel processo decisionale di un bagaglio informativo più ampio, dall'altra, l'efficacia di una scheda prodotta e/o di un prospetto alleggerito; in secondo luogo, il comportamento degli investitori non appare influenzato dal modo in cui vengono fornite le informazioni, evidenza che rafforza la convinzione che una decisione efficace può essere assunta anche con un *set* informativo semplificato, grazie a cui, peraltro, l'investitore risparmia tempo e fatica”: così B. ALEMANNI, *Pensioni, comportamenti e regole*, in AA. VV., *Finanza comportamentale. Investitori a razionalità limitata*, cit., p. 180.

¹³ N. LINCIANO, *Finanza comportamentale e scelte di investimento. Implicazioni per la vigilanza*, in AA.VV., *La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le Autorità*, Atti del convegno Consob-LUISS, Roma, 4 giugno 2010, in *Quad. Consob* n. 68/20122, p. 85. Sul tema dell'informazione in ambito finanziario cfr. anche E. GIRINO, *L'inspiegabile riduzione della trasparenza sul rischio finanziario: realtà normativa ed equivoci europeisti*, in questa *Rivista*, 2, 2013, p. 1 ss., il quale

con eventuali rischi, aggiungerei, di “dissonanza cognitiva”¹⁴: “l’informazione fa male alla conoscenza”, si è –forse con un pò di enfasi- osservato¹⁵.

A tale discorso se ne ricollega un altro, relativo al *modus* con cui le informazioni vengono fornite, atteso che la percezione delle stesse da parte dell’investitore dipende anche da come gli vengono somministrate, ove si osservi che “numerosi studi e ricerche [...] hanno dimostrato come i giudizi e le scelte finanziarie varino addirittura a seconda delle modalità di rappresentazione <estetica> delle opzioni di scelta e migliorino sensibilmente nel caso in cui la rappresentazione stessa avvenga mediante grafici”¹⁶.

Da tale punto di vista, il KID pare presentare alcune carenze.

Il primo appunto da farsi al documento attiene proprio alla rappresentazione “grafica” del rischio.

Si è, infatti, detto che si è, scientemente, evitato il colore rosso perché questo avrebbe potuto interpretarsi come “*danger warning*”, nonostante un più elevato livello di rischio possa essere appropriato per un investitore esperto¹⁷: in altri termini, l’uso del colore rosso potrebbe far desistere il risparmiatore dall’acquistare il prodotto finanziario, a prescindere dalle sue competenze e conoscenze.

Può, a ciò, obiettarsi che scopo del KID non può essere quello di far sì che il cliente acquisti “in ogni caso” il prodotto, in un certo senso sminuendo, con una grafica accorta, i reali rischi dell’investimento: così prospettato, il KID potrebbe non apparire “neutro”. Sarebbe stato, quindi, opportuno evidenziare con il colore rosso se non gli ultimi, almeno l’ultimo livello di rischio, ossia quello

evidenzia l’importanza dell’informazione in termini “qualitativi” più che “quantitativi”, anche in relazione al “tempo decisionale”.

¹⁴ Ossia quel particolare fenomeno che, com’è noto, si verifica –semplificando– quando un soggetto si trova ad avere due cognizioni (opinioni, conoscenze, credenze) in contrasto fra loro, ossia “incoerenti”. Sul tema v. L. FESTINGER, *Teoria della dissonanza cognitiva*, Milano, 2010 (rist.), *passim*.

¹⁵ Da N. N. TALEB, *Il cigno nero. Come l’improbabile governa la nostra vita*, Milano 2008, p. 158, il quale osserva (p. 159) come “uno degli effetti principali dell’informazione” sia “l’ostacolo alla conoscenza”.

¹⁶ U. MORERA- E. MARCHISIO, *Finanza, mercati, clienti e regole...ma soprattutto persone*, in AA. VV., *Finanza comportamentale. Investitori a razionalità limitata*, cit., p. 23.

¹⁷ Si v. la p. 3 dell’*Executive summary*.

corrispondente al n. 7¹⁸, anche perché difficilmente un investitore esperto si lascerebbe “spaventare” da un colore di particolare evidenza: in tal modo, paradossalmente, per tutelare l’investitore più avveduto –ossia per evitare che questi rifugga dall’investimento- si potrebbero danneggiare quelli che avveduti lo sono di meno.

Tale mancanza di “neutralità”, o meglio la percezione che di tale mancanza può aversi, potrebbe uscire rafforzata ove si passi ad esaminare le prospettive di rendimento.

È agevole rilevare, infatti, come nel caso di scenario “sfavorevole” o “di stress”, non sia mai richiamata la parola “perdita”, utilizzando sempre il termine “rendimento medio” (“*average return*”), anche nel caso in cui questo rendimento possa risultare negativo¹⁹.

Orbene, se da un lato deve rilevarsi come un rendimento, per definizione, non possa essere negativo, dall’altro potrebbe non apparire peregrina l’idea che si sia voluto, scientemente, evitare il richiamo al termine “perdita” (analogamente a quanto si è visto accadere con il colore rosso), al fine di eliminare alcuni effetti sulla percezione del rischio da parte dell’investitore. Utilizzando tale termine, infatti, si sarebbe potuto avere il c.d. “effetto ancoraggio”, che si verifica, com’è noto, “quando le persone, dovendo assegnare un valore a una quantità ignota, partono, per farlo, da un determinato valore disponibile”²⁰ e assegnano, quindi, un valore preponderante all’elemento iniziale della valutazione: in quest’ottica, parlare di rendimento invece che di perdita, potrebbe ingenerare nel cliente – almeno nel primo “contatto” con il prodotto finanziario- la convinzione che un rendimento, per l’appunto, comunque ci sia, inducendolo a soffermare la sua attenzione su tale vocabolo, senza consentirgli di comprenderne la piena e reale portata. Peraltro, nella fase di approccio ad una informazione –nella specie, all’investimento-

¹⁸ Si ricorda a noi stessi che il livello di rischio va da un minimo di 1 a un massimo di 7. Evidenzia i vantaggi della “informazione numerica” nel KID per “l’immediatezza nella percezione del rischio finanziario e la possibilità di comparare immediatamente diversi prodotti indicizzati secondo le stesse metodologie (uguali per tutti gli ideatori dei prodotti e stabiliti negli standard tecnici comunitari)” A. LUPOI, *Il tramonto dell’informazione letterale, l’alba dell’informazione numerica?*, in questa *Rivista*, 4, 2017, p. 6.

¹⁹ Si v., ad esempio, la p. 6 dell’*Executive summary*.

²⁰ D. KAHNEMAN, *Pensieri lenti e veloci*, Milano, 2017 (rist.), p. 159.

ciò che si attiva immediatamente, nella mente dell'osservatore, è il c.d. "sistema 1", definito come quello che "opera in fretta e automaticamente, con poco o nessuno sforzo e nessun senso di controllo volontario", così rischiandosi di innescare un procedimento euristico con cui si giunge alla decisione sulla scorta di una intuizione affrettata e di informazioni insufficienti; il "sistema 1" si differenzia chiaramente dal c.d. "sistema 2" che, invece, "indirizza l'attenzione verso le attività mentali impegnative, che richiedono focalizzazione, come i calcoli complessi. Le operazioni del sistema 2 sono molto spesso associate all'esperienza soggettiva dell'azione, della scelta e della concentrazione"²¹.

L'utilizzazione del termine "perdita" potrebbe, quindi, suscitare una sorta di allerta già nel sistema 1 atteso, altresì, che "siamo più spinti a evitare le perdite che a ottenere guadagni"²², e che "le strategie e le scelte di investimento non sono [...] assunte sulla base di una percezione neutrale del rischio ma sono, al contrario, normalmente determinate dall'istinto di avversione alle perdite, il quale consiste nella maggiore motivazione (collegabile allo stesso istinto di sopravvivenza) ad evitare una perdita, piuttosto che a realizzare un guadagno"²³. Si è, infatti, accertato che "la reazione a una perdita è sistematicamente più forte della reazione a un guadagno di pari importo. In ambito sperimentale è emerso che il dispiacere legato a una perdita e il piacere derivante da un guadagno di uguale ammontare è stimabile intorno a 2:1"²⁴. Tale problematica (dell'avversione alle perdite) aumenterebbe ulteriormente nel caso in cui –come pure sarebbe possibile– venisse prospettato un rendimento "negativo" che, in presenza di scenari particolari, possa addirittura

²¹ D. KAHNEMAN, *op. cit.*, p. 121 ss. E v. anche, di recente, sul più ampio tema della "behavioral theory of decisions", F. GRECO, *The analysis of choice in the decision-making process of the agents*, in *Business Ethics and Leadership*, Vol. 1, Issue 4, 2017, p. 22 ss. Definiscono "impulsivo" il sistema 1 e "riflessivo" il sistema 2 R. THALER- C. SUNSTEIN, *Nudge. La spinta gentile*, Milano, 2014, p. 27 ss.

²² D. KAHNEMAN, *op. cit.*, p. 407; e v. già le pp. 380 ss., per un più ampio esame della problematica solo accennata nel testo; R. THALER- C. SUNSTEIN, *op. cit.*, p. 42.

²³ U. MORERA- E. MARCHISIO, *op. cit.*, p. 23, ove rife.

²⁴ N. LINCIANO, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, in *Quad. Consob* n. 66/2010, p. 14 s.

superare il risultato positivo atteso²⁵.

Quanto, finora, detto (colori e termini utilizzati, rappresentazione del rischio e del rendimento) si inserisce nella più ampia problematica del c.d. “effetto *framing*” (o di inquadramento), in base al quale “modi diversi di presentare le stesse informazioni spesso suscitano emozioni diverse”²⁶: “l’inquadramento può essere effettuato dal soggetto agente oppure dal terzo che fornisce l’informazione (media, consulenti, venditori, ecc.) e può derivare da errori logici e di ragionamento, confusione, informazioni errate e/o incomplete che inducono all’adozione di un solo punto di vista, ossia ad una rappresentazione semplicistica e “selezionata” delle alternative rispetto alle quali bisogna prendere una decisione”²⁷: “ci sono informazioni e informazioni” e “sono tutt’altro che indifferenti in relazione all’obiettivo dato il mezzo utilizzato per trasmetterle e le modalità concrete della comunicazione”²⁸.

In tale ottica, pertanto, il KID avrebbe potuto essere migliorato.

Diversamente, apprezzabile appare l’aver posto in risalto, inserendolo al primo livello nella indicazione del rischio, lo scenario “di stress”, considerato che sulla percezione del cliente incide anche l’ordine con cui i rendimenti vengono esposti.

²⁵ Si pensi al caso in cui si prospetti al cliente la possibilità di guadagnare 50 su 100 (scenario favorevole), ma contestualmente di perdere 70 su 100 (scenario sfavorevole) o, peggio, l’intero investimento, seppur tali scenari abbiano una remota possibilità di verificarsi: non è inipotizzabile che, per quanto esposto nel testo, il cliente decida di non acquistare il prodotto finanziario.

²⁶ D. KAHNEMAN, *op. cit.*, p. 118.

²⁷ N. LINCiano, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, cit., p. 15.

²⁸ G. GRISI, *Gli obblighi informativi quali rimedio dei fallimenti cognitivi*, in AA.VV., *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, a cura di G. Roques Elgueta e N. Vardi, Roma, 2014, p. 62. Ciò tanto più considerando –oltre a quanto si è osservato sul rapporto fra “sistema 1” e “sistema 2”- quanto recenti e ancora attuali siano gli effetti della crisi finanziaria degli anni 2007-2009 e, in Italia, anche quelli del c.d. “risparmio tradito” collegato al salvataggio di alcune banche. Tale sistema potrebbe attivare la c.d. “euristica della disponibilità”, con la quale le scelte che dobbiamo effettuare subiscono l’incidenza della facilità con cui gli esempi ci vengono in mente (D. KAHNEMAN, *op. cit.*, p. 174).

3. *La prospettazione degli scenari e il rendimento atteso*

Un ulteriore problema di percezione del rischio potrebbe aversi in merito allo scenario che dovrà realizzarsi affinché si concretizzi il rendimento atteso e si realizzi, quindi, al meglio l'interesse del risparmiatore: certamente tale non sarà lo scenario "favorevole", considerato che, per far sì che il cliente percepisca il rendimento atteso, non devono profilarsi eventi negativi sui mercati finanziari.

Detto in altri termini, ipotizzare un rendimento del 3% in caso di scenario favorevole significa rappresentare, da un lato, che difficilmente l'investitore potrà percepire un rendimento maggiore; dall'altro, che per raggiungere tale rendimento non devono verificarsi eventi negativi durante il percorso dell'investimento; *mutatis mutandis*, ove sia previsto un rendimento positivo in ipotesi di scenario sfavorevole, o addirittura di stress, è proprio su questo prodotto che al risparmiatore potrebbe convenire investire, atteso che il ritorno minimo sarebbe quasi garantito, con maggiori margini di apprezzamento per il rendimento "ulteriore".

Resta inteso che tale ragionamento dovrà farsi analizzando, casisticamente, i singoli rendimenti attesi. La valutazione delle performance dovrà, in altri termini, essere effettuata confrontando i singoli rendimenti in base ai diversi scenari prospettabili alla luce del KID nel suo complesso, e non in termini assoluti riferendosi agli scenari, separatamente considerati, indicati nel documento stesso²⁹.

Si aggiunga a ciò una ulteriore difficoltà per l'investitore: il rendimento atteso è calcolato facendo una media relativa agli anni di investimento, e non anno per anno: arduo pertanto (se non impossibile) sarà per il cliente calcolare il rendimento ove volesse vendere il prodotto, ad esempio, al quarto anno.

4. *Il tempo della valutazione*

Altro elemento significativo è il "tempo" di cui l'investitore dispone per decidere se procedere o meno con l'investimento,

²⁹ Alla p. 180 del *Consumer testing* si evidenzia, che "in Germany was not clear whether the negative/positive scenario were actually the <best-case>/<worse-case> scenarios".

rilevante sia per i *Considerando* n. 23, 25, 26 e 27, che per l'art. 17 del Reg. 653, rubricato, per l'appunto, "Condizioni relative al tempo utile".

Il legislatore comunitario, con formule "aperte", non individua un tempo minimo o massimo per valutare l'operazione, essendo questo legato a parametri sia soggettivi, relativi alla posizione dell'investitore, che oggettivi, inerenti alla complessità del PRIIP.

Parte della dottrina ha mostrato il suo scetticismo in merito alla importanza del tempo da dedicare alla valutazione dell'investimento, "non tanto perché la concessione del termine non implica, per ciò solo, l'esame del contratto, quanto piuttosto perché nel momento in cui ci si è rivolti ad un intermediario per richiedere copia del contratto si è già sostenuto un <costo sommerso> (*sunk cost*) derivante dal tempo impiegato per recarsi presso i suoi uffici e, pertanto, salvo che il contratto non sia palesemente svantaggioso, il c.d. <effetto costi sommersi> (*sunk cost effect*) porterà l'individuo a stipulare il contratto senza verificare le alternative presenti sul mercato chiedendo, ad esempio, copia del contratto a più intermediari e confrontandone il contenuto"³⁰; peraltro, neppure può trascurarsi l'importanza che il tempo è suscettibile di rivestire per una valutazione meditata dell'investimento.

In realtà, la norma potrebbe creare più problemi di quanti ne intenda risolvere, per due ordini di ragioni: il primo, per la assoluta aleatorietà della disposizione che, pur lodevole per il risultato a cui mira, rischia, di fatto, di creare un buco nero nel quale il tempo potrebbe assumere il valore di variabile indipendente e del tutto incontrollabile, la cui valutazione sarebbe rimessa, in caso di controversia, al giudice (e ancor prima al CTU), il quale verrebbe chiamato non solo a vagliare la complessità dell'investimento, ma a tentare di desumere da questa il tempo necessario a stimare la convenienza dell'investimento stesso (par. 2, lett. a) e b) del Reg. 653)³¹.

³⁰ U. MORERA- E. MARCHISIO, *op. cit.*, p. 47; ciò anche alla luce del rilievo che il soggetto dà alle "risorse già impegnate e non più recuperabili": così R. CATERINA, *Psicologia della decisione e tutela del consumatore*, in AA. VV., *Finanza comportamentale. Investitori a razionalità limitata*, cit., p. 74.

³¹ Con le conseguenti, e ulteriori, problematiche connesse alla "irrazionalità" del giudice: così U. MORERA, *Irrazionalità del contraente investitore e regole di*

Ma ancor più pericolosa pare essere la prescrizione di cui alla lett. c), nella quale si prevede che dovrà valutarsi, “se la consulenza o la vendita avvengono su iniziativa dell’investitore al dettaglio, l’urgenza esplicitamente espressa da quest’ultimo di concludere il contratto o accettare l’offerta proposti”³²: non mi sentirei di escludere –tutt’altro– una riduzione significativa dei tempi di sottoscrizione, giustificata proprio in base alla lett. c), in relazione, ad esempio, al prezzo particolarmente “vantaggioso” del prodotto finanziario³³, in uno alla necessità del cliente di remunerare velocemente il capitale a condizioni più vantaggiose rispetto ad un conto corrente o ad un conto deposito.

Resta da chiedersi se la individuazione del tempo necessario per la valutazione dell’investimento possa comportare una qualche forma di responsabilità a carico dell’intermediario; con i Regolamenti in esame, probabilmente, l’adeguatezza e l’appropriatezza dell’investimento si sono arricchiti di un ulteriore profilo: il tempo necessario a valutare l’investimento. Ritengo che tale valutazione non possa essere posta, unilateralmente, a carico dell’investitore, atteso che essa si ricollega, inevitabilmente, alla rischiosità dell’investimento, su cui non può non incidere il parere dell’intermediario: questi, in base alle informazioni relative al prodotto e alla situazione del cliente (più o meno “esperto”), dovrà anche calcolare, certo con qualche approssimazione, il “tempo giusto” affinché il risparmiatore stimi, scientemente, il rischio. Prevede, infatti, il par. 2, art. 17, del Reg. 653, che nella valutazione del tempo necessario per valutare il prodotto, l’intermediario deve considerare “le conoscenze e le esperienze dell’investitore al dettaglio per quanto riguarda il PRIIP in questione o PRIIP di natura simile o con rischi simili a quelli derivanti dal PRIIP in questione” (lett. a), nonché “la complessità del PRIIP” stesso (lett.

tutela, in AA.VV., *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, cit., p. 209.

³² Salvo poi il rischio di contenzioso fondato sulla negazione, da parte del cliente, di aver reso scientemente quella dichiarazione, alla quale pure potrebbe essere stato “indotto” dal funzionario di turno della banca.

³³ È questa l’opzione che sembra rilevare per il *Considerando* n. 27 del Reg. del. 653, laddove si afferma che “nella valutazione del criterio del tempo utile si dovrebbe considerare anche l’urgenza della situazione, ad esempio nel caso in cui sia importante che l’investitore al dettaglio acquisti un PRIIP a un determinato prezzo e tale prezzo sia sensibile alla tempistica dell’operazione”.

b).

Peraltro, sulla stima del tempo potranno incidere anche gli errori cognitivi/comportamentali che possono colpire lo stesso consulente³⁴, il quale potrebbe non avere una percezione “oggettiva” del rischio, tanto più ove si consideri che il regolatore poco interesse dedica a chi informa il cliente: “le persone che indirizzano, consigliano e negoziano le scelte di investimento non ricevono un’attenzione, da parte del legislatore, che miri a richiedere loro livelli di esperienza e di <compatibilità> crescenti al crescere del grado di tutela che si vuole riconoscere all’investitore”³⁵.

5. La revisione del documento

L’art. 16 del Reg. 653 prevede che gli ideatori del PRIIP rivedano “senza indebiti ritardi il documento contenente le informazioni chiave qualora da un riesame di cui all’articolo 15 risulti che è necessario modificare il documento”.

L’art. 15 dispone, a sua volta, che “gli ideatori di PRIIP riesaminano le informazioni che figurano nel documento contenente le informazioni chiave ogniqualvolta intervengano cambiamenti che incidono o potrebbero incidere significativamente sulle informazioni che vi figurano, e comunque almeno ogni dodici mesi successivamente alla data della pubblicazione iniziale del documento”: fra questi cambiamenti rilevano in particolare –per quel che in questa sede interessa- le ipotesi in cui “le misure relative al rischio di mercato o al rischio di credito del PRIIP siano cambiate e se da tale cambiamento discenda, come effetto combinato, la necessità di trasferire il PRIIP in una classe dell’indicatore sintetico di rischio diversa da quella indicata nel documento contenente le informazioni chiave soggetto al riesame” (par. 2, lett. b), oppure “il rendimento medio dello scenario di performance moderato del PRIIP, espresso come rendimento percentuale annualizzato, sia cambiato di oltre cinque punti percentuali” (par. 2, lett. c).

³⁴ Sul punto cfr. U. RIGONI, *Finanza comportamentale e gestione del risparmio*, Torino, 2006, p. 156 ss., il quale ha elaborato uno schema contenente una sorta di decalogo di comportamento per il consulente, teso a “limitare l’impatto degli errori di ragionamento e di preferenza nel processo di investimento”.

³⁵ U. MORERA, *op. ult. cit.*, p. 206.

Dalle richiamate disposizioni potrebbero desumersi eventuali profili di responsabilità del *manufacturer* nel caso in cui, ad esempio, il mutamento del livello di rischio avvenga a breve distanza dal collocamento (in un termine inferiore ai 12 mesi, ad esempio), oppure per ragioni sopravvenute che, però, avrebbero potuto essere previste dal produttore.

Si è, correttamente, osservato che “è evidente che l’obbligo di indicare nel KID i futuri scenari di *performances* e l’impatto dei costi sul rendimento del prodotto non può essere considerato alla stregua di un mero obbligo di esporre dati fine a se stesso. Tali elementi costituiscono infatti, a monte, alcuni dei fondamenti su cui il *manufacturer* dovrà effettuare le proprie valutazioni per definire il Target Market nell’ambito delle regole di *product governance* (i.e. analisi di scenario, sostenibilità dei costi etc.). Si può pertanto affermare che, in relazione a questi aspetti, il KID costituisca la <cartina di tornasole> delle valutazioni effettuate dal *manufacturer* per la definizione del proprio processo di *product governance*. Di conseguenza, è evidente che una delle sfide per gli operatori (in particolare per i *manufacturers*) sarà quella di implementare i due processi di costruzione della *product governance* e di predisposizione del KID in maniera sinergica”³⁶.

Nelle ipotesi di responsabilità indicate dal richiamato art. 16 non credo che, anche in relazione a quanto statuito dall’art. 11, par. 1, del Reg. 1286³⁷, possa prospettarsi una responsabilità solidale dell’intermediario, a meno che egli non sapesse, o dovesse sapere, di eventuali rischi al momento in cui ha collocato il prodotto.

³⁶ F. CASCINELLI- F. P. SASSO, *Il Regolamento PRIIPs, i nuovi RTS e il recepimento in Italia con il d. lgs. 224/2016*, reperibile all’indirizzo internet <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/finanza/il-regolamento-priips-i-nuovi-rts-e-il-recepimento-italia-con-il-d-lgs-2242016>, p. 13.

³⁷ Secondo cui “l’ideatore del PRIIP non può essere ritenuto civilmente responsabile esclusivamente in base al documento contenente le informazioni chiave, ivi compresa la relativa traduzione, a meno che esso sia fuorviante, inesatto o non conforme alle parti pertinenti dei documenti precontrattuali e contrattuali giuridicamente vincolanti o ai requisiti stabiliti all’articolo 8”.

6. Conclusioni.

In conclusione, l'adozione del KID non appare idonea, da sola e di per sé, ad evitare che l'intermediario possa essere dichiarato responsabile per aver collocato un prodotto poco adatto alle esigenze di investimento del cliente o, comunque, recante rischi non rientranti nel profilo dell'investitore.

La predisposizione del KID, e la sua sottoposizione all'attenzione del cliente, non potrà essere un mezzo per far sì che l'intermediario sfugga ai doveri su di lui incombenti, anche alla luce dei dubbi, sopra esposti, circa la effettiva capacità del KID di essere pienamente compreso dall'investitore. Ritengo, in altri termini, che prima ancora della sottoposizione del KID all'attenzione del cliente, debbano essere vagliati dall'intermediario prodotti il cui KID sia adeguato ed appropriato al profilo dell'acquirente, sicché all'investitore poco esperto non dovrebbe, in alcun caso, essere proposto uno strumento finanziario che, ad esempio, abbia profilo di rischio pari a 7, diversamente potendo inferirsi la mancanza di diligenza e correttezza dell'intermediario, anche ai sensi dell'art. 21 TUF³⁸: in tal modo si farebbe applicazione di una sorta di “paternalismo libertario” in senso lato³⁹ o, forse, di “paternalismo asimmetrico”⁴⁰, correlato agli obblighi

³⁸ Con ogni conseguenza in ordine, ad esempio, all'applicabilità dell'*exceptio doli specialis seu preteriti* (su cui cfr., fra le altre, Cass., 7 marzo 2007, n. 5273, reperibile nella banca dati *dejure.it*, e Cass., 10 ottobre 2007, n. 21265, in Nuova giur. civ. comm., 2008, p. 554, con nt. di C. MARSEGLIA, *Exceptio doli generalis ed exceptio doli specialis*). Sul tema cfr., da ult., Cass., 31 agosto 2017, n. 20617, reperibile nella banca dati *dejure.it*, secondo cui gli obblighi di comportamento a carico dell'intermediario “sorgono sia nella fase che precede la stipulazione del contratto quadro [...] sia dopo la sua conclusione [...]” e sono “finalizzati al rispetto della clausola generale che impone all'intermediario il dovere di comportarsi con diligenza, correttezza e professionalità nella cura dell'interesse del cliente”.

³⁹ Il concetto di “paternalismo libertario” fu elaborato, com'è noto, da R. THALER- C. SUNSTEIN, op. cit., passim, secondo i quali lo Stato e altre istituzioni possono “spingere” gli investitori ad assumere decisioni che, nel lungo periodo, potrebbero rivelarsi positive per l'interesse di costoro. “Il paternalismo libertario è un tipo di paternalismo relativamente tenue, indulgente e poco invadente, perché le scelte non vengono bloccate, impedito o rese eccessivamente onerose [...]. Tuttavia, l'approccio che noi raccomandiamo può essere considerato paternalistico, perché gli architetti delle scelte pubblici e privati non cercano semplicemente di monitorare o avallare le scelte che gli individui potrebbero fare, ma piuttosto cercano attivamente

di spingere gli individui in una direzione che possa migliorare le loro condizioni di vita, pungolandoli. Un pungolo [...] è appunto una spinta gentile, cioè qualsiasi aspetto dell'architettura delle scelte che altera il comportamento degli individui in maniera prevedibile, senza proibire alcuna opzione o modificare in misura significativa gli incentivi economici. Per essere considerato un semplice pungolo, l'intervento deve poter essere evitato facilmente e senza costi eccessivi. I pungoli non sono imposizioni, sono spinte gentili" (p. 11 s.). In un'ottica più ampia e maggiormente confacente al presente studio, anche se non pienamente coerente con il pensiero di Thaler e Sunstein, si è definito l'approccio paternalistico come quello con cui "si indirizzano le scelte individuali nella direzione ritenuta corretta sia fissando un'opzione predefinita, che può essere abbandonata solo con una rinuncia esplicita (come già accade nell'ambito della previdenza complementare), sia limitando le opzioni disponibili (giungendo nel caso più estremo al divieto dei prodotti più rischiosi)": così N. LINCIANO, *Finanza comportamentale e scelte di investimento. Implicazioni per la vigilanza*, cit., p. 82 (ove osservazioni critiche a tale teoria), la quale richiama, come esempio, in nota, i prodotti strutturati. La stessa A. rileva, a p. 83 s., che "è interessante osservare, infine, che a prescindere dal grado di intrusività delle regole, l'efficacia delle misure adottate dipende anche dalla definizione di appropriati incentivi per i soggetti chiamati ad applicarle. In tal senso, si pone la necessità di coniugare le indicazioni della finanza comportamentale con l'analisi dei profili organizzativi e competitivi del mercato, allo scopo di individuare interventi che, oltre a definire regole (di trasparenza e di condotta) coerenti con l'approccio comportamentale, modifichino la struttura degli incentivi alla base dell'agire degli operatori. Con riferimento al caso statunitense, ad esempio, Barr et al. (2008) suggeriscono di potenziare la tutela dei consumatori che ricorrono al finanziamento bancario sia attraverso il miglioramento della *disclosure* e l'introduzione di limiti alla tipologia di prodotti proponibili sia attraverso l'inasprimento del regime di responsabilità e modifiche ai sistemi di retribuzione dei *brokers* che erogano mutui". Limitare la gamma dei prodotti che possono essere offerti in sottoscrizione ad alcune tipologie di risparmiatori pare la strada preferibile per evitare, per l'appunto, che questi possano assumere scelte di investimento non conformi al proprio profilo di rischio, di cui (si è visto ad esempio con riferimento alla nozione di "operatore qualificato" e di "cliente professionale") il cliente spesso è tutt'altro che consapevole; in tal modo si eviterebbero, inoltre, le "pressioni" spesso operate sui consulenti da parte della "catena di distribuzione" degli intermediari: sicché sarebbe meglio "imporre la semplicità", per usare l'espressione di R. THALER- C. SUNSTEIN , *op. cit.*, p. 253 ss., i quali, però, non ritengono sia questa la strada da percorrere, ritenendola "un grave errore. Eliminare la semplicità significa soffocare l'innovazione. Un approccio migliore è aumentare la trasparenza e la divulgazione. Per scongiurare il rischio di un futuro disastro finanziario, le autorità di regolamentazione dovrebbero costringere tutte le parti in causa a rendere trasparenti i veri rischi dei loro complicati prodotti finanziari [...]. Per combattere la razionalità limitata, la tentazione e le influenze sociali si potrebbero persino creare semplici opzioni di default, che governerebbero i mutui e altri strumenti finanziari a

di adeguatezza e appropriatezza dell'investimento⁴¹. Tale divieto non danneggerebbe i soggetti capaci di evitare errori cognitivi⁴², poiché riguarderebbe gli investitori poco esperti o con bassa propensione al rischio e interesserebbe profili su difficilmente –o almeno non completamente- il legislatore potrebbe intervenire, indispensabile apparendo il ruolo dell'intermediario che ha un contatto immediato e diretto con il cliente e ne conosce -o ne dovrebbe conoscere- la “storia” (si pensi, a tacer d'altro, alla gestione “emotiva” del rischio e

meno che il consumatore non scegliesse esplicitamente un piano alternativo. L'approccio che preferiamo sarebbe privato e volontario: una sorta di pungolo privato. Per la maggior parte dei mutuatari si svilupperebbe così una sorta di <best practice>, con proposte del seguente tenore: <Questo è il prodotto che raccomandiamo in pratica per le persone come voi>. A chi desidera optare per una soluzione diversa da quella di default, assumendosi maggiori rischi, si offrirebbero tutte le informazioni rilevanti, con un invito a riflettere attentamente sulla propria decisione. Si potrebbero considerare anche forme di regolamentazione fondate su pungoli, per esempio nella definizione delle condizioni di default e nelle disposizioni che governano la possibilità di chiamarsi fuori. Un intervento di questo genere sarebbe molto più auspicabile di ordini amministrativi e divieti più severi”. Sul tema cfr. G. GRISI, *op. cit.*, p. 69 ss.

⁴⁰ Secondo C. CAMERER- S. ISSACHAROFF- G. LOEWENSTEIN- T. O'DONOGHUE- M. RABIN, *Regulation for conservatives: behavioral economics and the case for “asymmetric paternalism”*, in *Univ. of Pennsylvania Law Rev.*, Vol. 151, 2003, p. 1211 ss., “a regulation is asymmetrically paternalistic if it creates large benefits for those who make errors, while imposing little or no harm on those who are fully rational. Such regulations are relatively harmless to those who reliably make decisions in their best interest, while at the same time advantageous to those making suboptimal choices”, così consentendosi l'adozione di provvedimenti diretti ad aiutare i soggetti che potremmo definire “più deboli” (sostanzialmente i consumatori), imponendo un costo minimo a quelli definibili “più forti”.

⁴¹ Anche nell'attesa dell'aggiornamento del Reg. Consob 16190/2007 alla luce della MIFID II. Sull'obbligo dell'intermediario di non dar corso ad un'operazione di investimento “non adeguata” cfr., da ult., Cass., 25 ottobre 2017, n. 25335, reperibile nella banca dati *dejure.it*.

⁴² Come ritiene, invece, U. MORERA, *op. ult. cit.*, p. 208, il quale osserva, altresì, che così ragionando, si dovrebbe presupporre che “il regolatore non incorra, esso stesso, in errori cognitivi o di preferenza (sui soggetti e sui prodotti)”. Pur essendo ciò indiscutibile, mi sia consentito di osservare come appaia comunque preferibile, nell'analisi costi-benefici, limitare l'accesso di alcune categorie di risparmiatori a prodotti particolarmente rischiosi, anche qualora si palesassero, successivamente, meno rischiosi di quanto il regolatore avesse previsto.

delle perdite)⁴³.

Gli indicati principi, e le richiamate prescrizioni normative paiono conservare, insomma, tutta la loro forza, tanto più ove si consideri che, diversamente ragionando, si rischierebbe di far ricadere sul cliente anche gli errori cognitivi e/o comportamentali dell'intermediario.

E che quest'ultimo debba “conoscere” sia l'investitore che il prodotto è confermato, a tacer d'altro, da una serie di disposizioni contenute nel Reg. 653: il *Considerando* n. 25 prevede infatti che, nella determinazione del tempo di cui il cliente necessita per valutare l'investimento, si debba tener conto delle sue “esigenze, esperienze e conoscenze”; il già richiamato par. 2, art. 17, del prevede, sempre in relazione al tempo necessario per valutare il prodotto, che l'intermediario deve considerare “le conoscenze e le esperienze dell'investitore al dettaglio per quanto riguarda il PRIIP in questione o PRIIP di natura simile o con rischi simili a quelli derivanti dal PRIIP in questione” (lett. a), nonché “la complessità del PRIIP” stesso (lett. b); infine, l'art. 2, par. 3, prevede espressamente che si debba indicare, nella sezione “Cos'è questo prodotto” del KID, a quali investitori il PRIIP è destinato, “individuandoli sulla base della loro capacità di sostenere perdite sugli investimenti e delle loro preferenze in termini di orizzonti d'investimento, della loro conoscenza teorica dei PRIIP e delle loro precedenti esperienze al riguardo, nonché sulla base dei mercati finanziari e delle esigenze, delle caratteristiche e degli

⁴³ Sembra quasi ovvio rilevare che il discorso è più complesso: riferisce, ad esempio, P. SOCCORSO, *La centralità dell'informazione nella relazione intermediario-cliente. I riflessi dei deficit cognitivi e dei bias comportamentali degli individui sul corretto adempimento degli obblighi previsti dal quadro normativo e regolamentare di riferimento*, in AA. VV., *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, cit., p. 217 s., che “gli Orientamenti ESMA intervengono sul tema, suggerendo altre variabili che possono influire, ad esempio, sulla situazione finanziaria del cliente o sugli obiettivi di investimento; tra questi: lo stato civile (in particolare la capacità giuridica del cliente di impegnare beni che possono appartenere anche al proprio partner); l'età e lo stato di famiglia (le variazioni dello stato di famiglia di un cliente, ad esempio la nascita di un figlio o la presenza di un figlio in età universitaria, possono influire sulla sua situazione finanziaria); la situazione lavorativa (il fatto che un cliente perda il lavoro o sia prossimo al pensionamento può influire sulla sua situazione finanziaria o sui suoi obiettivi di investimento); il fabbisogno di liquidità in alcuni investimenti pertinenti”.

obiettivi dei potenziali clienti finali”⁴⁴.

Da un altro punto di vista, nuovi profili di responsabilità sembrano profilarsi in riferimento al riesame ed alla revisione, nonché alla variabile “tempo”, sopra esaminata, pur non potendo, comunque, manifestarsi apprezzamento per un documento “di sintesi” di cui si auspicava da più parti l’introduzione, in uno alla valorizzazione proprio del fattore “tempo”, che costituisce uno degli aspetti più importanti della fase precontrattuale del rapporto.

⁴⁴ Per approfondimenti sul tema del c.d. “Target market” cfr. F. CASCINELLI-F. P. SASSO, *op. cit.*, p. 6 s.