



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale
in Amministrazione, Finanza e Controllo
(ordinamento ex D.M. 270/2004)

Tesi di Laurea

La fiducia nel mondo della consulenza finanziaria: il punto di vista dei clienti

Relatore

Ch. Prof.ssa Gloria Gardenal

Correlatore

Ch. Prof.ssa Elisa Cavezzali

Laureanda

Silvia Bertizzolo
Matricola 837759

Anno Accademico

2016 / 2017

Dedico questa tesi alle persone che mi sono sempre vicine.

Ringrazio la Prof.ssa Gloria Gardenal che con molta disponibilità mi ha seguita nella stesura di questo lavoro.

INDICE

INTRODUZIONE	9
CAPITOLO 1 - LA FIDUCIA	12
1.1 Introduzione	12
1.2 Le tipologie di fiducia	14
1.3 Le determinanti della fiducia	17
1.3.1 L'area geografica di provenienza	18
1.3.2 La distanza sociale	19
1.3.3 La razza	20
1.3.4 Le norme e le istituzioni	21
1.3.5 La religione	21
1.4 La fiducia e la "sociability"	22
1.5 Fiducia e cooperazione	23
1.6 Il rischio di fidarsi	27
1.7 Metodologie di misurazione della fiducia in letteratura	29
1.7.1 Il trust game	30
1.7.2 Gli indicatori di fiducia: il Financial Trust Index	30
1.7.2.1 Un esempio: la wave 1 del Financial Trust Index	32
1.7.2.2 Il Financial Trust Index: dalla wave 1 fino ad oggi	37
1.7.3 Un confronto tra i due metodi	38
CAPITOLO 2 - LA FIDUCIA E LA CONSULENZA FIANANZIARIA	40
2.1 Introduzione	40
2.2 Le trappole psicologiche e cognitive nelle decisioni di investimento	42
2.2.1 La decisione di investimento	42
2.2.2 Le euristiche: una trappola psicologica	43
2.2.3 Il livello di alfabetizzazione finanziaria: una trappola cognitiva	45
2.3 La consulenza come mezzo per ridurre le complessità nella decisione di investimento	46

2.3.1	La clientela del consulente	48
2.4	Il potenziale conflitto di interessi del consulente	49
2.5	La fiducia nel consulente: i benefici e i rischi che derivano da questo rapporto	51
2.5.1	La fiducia nel consulente per superare la paura di essere “imbrogliati”	53
2.5.2	La fiducia nel consulente per ridurre l’ “ansia” da investimento	54
2.5.3	Il ruolo della benevolenza e dell’esperienza nella fiducia del cliente	56
2.5.4	Il consulente di fiducia: corregge gli errori di investimento o asseconda le credenze?	57

CAPITOLO 3 - EVOLUZIONE STORICA E GIURIDICA DELLA CONSULENZA

FINANZIARIA	59	
3.1	Introduzione	59
3.2	Lo sviluppo della normativa del mercato finanziario	60
3.2.1	La nascita della CONSOB e del primo investitore istituzionale	60
3.2.2	La legge n.1/1991	62
3.2.3	La direttiva 93/22/CEE (Decreto EUROSIM)	65
3.2.4	L’introduzione del Testo Unico della Finanza	68
3.2.5	La direttiva 2004/39/CE (MiFID)	68
3.2.6	La nuova direttiva 2014/65/UE (MiFID II)	71
3.3	Le tipologie di consulenza	74
3.4	Il consulente finanziario indipendente	76
3.4.1	Il percorso storico	76
3.4.2	Le caratteristiche, le soluzioni offerte e i soggetti che intraprendono l’attività di consulenza fee only	78
3.5	La fiducia e le istituzioni	79
3.5.1	La fiducia nella nuova direttiva 2014/65/UE	79
3.5.2	La fiducia verso il consulente finanziario per ridurre il divario tra l’analisi normativa e quella descrittiva dei problemi	81

CAPITOLO 4 - ANALISI EMPIRICA: LA FIDUCIA NELLA CONSULENZA FINANZIARIA DAL PUNTO DI VISTA DEL CLIENTE

4.1	Introduzione	82
-----	--------------------	----

4.1.1	Struttura e contenuti del questionario	86
4.2	Sezione I del questionario: il campione oggetto di indagine	88
4.2.1	Hai o hai mai avuto un consulente finanziario?	88
4.2.2	Informazioni socio - demografiche sui tre gruppi di clienti	89
4.2.3	Livello di alfabetizzazione finanziaria	96
4.2.4	Sociability	99
4.2.5	Big Five	100
4.2.6	Avversione al rischio e atteggiamento verso il tempo	108
4.3	Sezione II del questionario: i clienti che hanno avuto un consulente in passato ma attualmente non più	111
4.3.1	Consulente in passato ma non ora	111
4.4	Sezione III del questionario: i clienti seguiti da un consulente	116
4.4.1	Profilo consulente	116
4.4.2	Trust attitude	120
4.4.3	Evoluzione della fiducia	122
4.4.4	Advice content	125
4.4.5	Pratiche relazionali	128
4.4.6	Advice content 2	135
4.4.7	Fiducia nel consulente e trasferibilità della fiducia	138
4.4.8	Fiducia diretta e fiducia indiretta: esiste un disallineamento?	141
4.4.9	Big Five e fiducia diretta/indiretta	146
4.4.10	Analisi del campione di clienti con elevata fedeltà al consulente	154
4.4.11	Che tipo di cliente si affida al consulente finanziario?	162
	CONCLUSIONI	165
	BIBLIOGRAFIA	171
	SITOGRAFIA	176

INDICE DEI GRAFICI E DELLE TABELLE

Grafico 1: Fiducia	33
Grafico 2: Cambiamenti nella fiducia negli ultimi tre mesi	35
Grafico 3: Intenzionalità di comprare azioni, aspettative e fiducia	35
Grafico 4: Cause della crisi e livello di fiducia nel mercato finanziario	36
Grafico 5: Intervento del governo e fiducia nel mercato finanziario	36
Grafico 6: Screening consulenza	88
Grafico 7: Clienti seguiti da un consulente sul totale dei partecipanti	89
Grafico 8: Genere del campione	89
Grafico 9: Percentuale di individui di sesso maschile	90
Grafico 10: Percentuale di individui di sesso femminile	91
Grafico 11: Reddito medio individui con consulente	93
Grafico 12: Reddito medio individui che avevano un consulente in passato	93
Grafico 13: Reddito medio individui che non hanno mai avuto un consulente	93
Grafico 14: Livello di istruzione clienti con consulente	95
Grafico 15: Livello di istruzione clienti che avevano un consulente in passato	95
Grafico 16: Livello di istruzione clienti che non hanno mai avuto un consulente	96
Grafico 17: Risposte degli intervistati	97
Grafico 18: Risposte degli individui per domanda	97
Grafico 19: Media risposte corrette	98
Grafico 20: Sociability clienti con consulente	99
Grafico 21: Sociability clienti che avevano un consulente	100
Grafico 22: Sociability clienti che non hanno mai avuto un consulente	100
Grafico 23: Big 5 per la totalità degli intervistati	102
Grafico 24: Big 5 per gli individui che hanno un consulente	103
Grafico 25: Big 5 per gli individui che avevano un consulente	104
Grafico 26: Big 5 per gli individui che non hanno mai avuto un consulente	106
Grafico 27: Big 5 e sociability	108
Grafico 28: Avversione al rischio	109
Grafico 29: Atteggiamento verso il tempo	110
Grafico 30: Ragione per cui non hai più un consulente	112

Grafico 31: Vorresti avere di nuovo un consulente?	112
Grafico 32: Da quanti anni sei cliente/conosci il tuo consulente attuale?	116
Grafico 33: Numero di anni che sei cliente del tuo consulente attuale	117
Grafico 33b: Hai avuto altri consulenti prima?	117
Grafico 34: Durata del rapporto con il consulente	118
Grafico 35: Età media dei clienti che non hanno avuto altri consulenti prima di quello attuale	118
Grafico 36a: Genere del consulente	119
Grafico 36b: Età del consulente	119
Grafico 37: Ragioni per cui hai cambiato consulente	120
Grafico 38: Fiducia generalizzata verso altri gruppi di individui	121
Grafico 39: Fiducia verso le istituzioni	122
Grafico 40: Evoluzione della fiducia	123
Grafico 41: Evoluzione della fiducia - maggiore dettaglio	124
Grafico 42: Numero di incontri che fai con il tuo consulente in un anno	128
Grafico 43: Luoghi utilizzati per gli incontri	133
Grafico 44: Strumenti di comunicazione usati dal consulente	134
Grafico 45: Strumenti di comunicazione utilizzati durante i colloqui	135
Grafico 46: Argomenti di conversazione maggiormente discussi con il consulente	137
Grafico 47: Livello di fiducia diretta	138
Grafico 48: Fedeltà verso il consulente	139
Grafico 49: Elementi che renderebbero più probabile che tu segua il tuo consulente	140
Grafico 50: Individui che presentano fiducia indiretta bassa: fiducia diretta	142
Grafico 51: Individui che presentano fiducia indiretta alta: fiducia diretta	143
Grafico 52: Individui che presentano fiducia indiretta completa: fiducia diretta	144
Grafico 53: Big 5 e fiducia indiretta iniziale	148
Grafico 54: Big 5 e fiducia indiretta consolidata	149
Grafico 55: Big 5 e fiducia diretta	150
Grafico 56: Clienti fedeli: livello di fiducia diretta	154
Grafico 57: Clienti fedeli con fiducia indiretta bassa: fiducia diretta	156
Grafico 58: Clienti fedeli con fiducia indiretta alta: fiducia diretta	156
Grafico 59: Big 5 dei clienti fedeli	158
Grafico 60: Clienti fedeli: hai mai avuto un consulente prima di quello attuale?	158
Grafico 61: Clienti fedeli: numero di incontri con il consulente	160

Grafico 62: Livello di alfabetizzazione finanziaria in base al reddito	163
Grafico 63: Avversione al rischio in base al reddito	164
Tabella 1 - Screening consulenza	88
Tabella 2 - Genere del campione	90
Tabella 3 - Genere intervistati per ciascun sottogruppo	91
Tabella 4 - Età media intervistati per ciascun sottogruppo	92
Tabella 5 - Livello di istruzione del campione	94
Tabella 6 - Big 5 per la totalità degli intervistati	101
Tabella 7 - Big 5 per gli individui che hanno un consulente	103
Tabella 8 - Big 5 per gli individui che avevano un consulente	104
Tabella 9 - Big 5 per gli individui che non hanno mai avuto un consulente	106
Tabella 10 - Big 5 e sociability	107
Tabella 11 - Quali caratteristiche dovrebbe avere il tuo nuovo consulente	113
Tabella 12 - Test statistico: la fiducia indiretta evolve nel tempo	125
Tabella 13 - Caratteristiche che ritieni importanti del tuo consulente	129
Tabella 14 - Clienti che si incontrano più frequentemente con il professionista: caratteristiche importanti del consulente	131
Tabella 15 - Clienti che si incontrano meno frequentemente con il professionista: caratteristiche importanti del consulente	132
Tabella 16 - Argomenti di conversazione maggiormente discussi con il consulente	136
Tabella 17 - Suddivisione del campione per fiducia diretta e fiducia indiretta	141
Tabella 18 - Disallineamento tra fiducia diretta e indiretta	144
Tabella 19 - Test statistico: fiducia diretta, fiducia indiretta iniziale e fiducia indiretta consolidata	145
Tabella 20 - Test statistico: disallineamento fiducia diretta e fiducia indiretta	146
Tabella 21 - Big 5 e fiducia indiretta	147
Tabella 22 - Big 5 e fiducia diretta	150
Tabella 23 - Test statistico: correlazione fiducia indiretta iniziale e Big 5	151
Tabella 24 - Test statistico: correlazione fiducia indiretta consolidata e Big 5	151
Tabella 25 - Test statistico: correlazione fiducia diretta e Big 5	152
Tabella 26 - Test statistico: regressione fiducia indiretta iniziale e Big 5	152
Tabella 27 - Test statistico: regressione fiducia indiretta consolidata e Big 5	153
Tabella 28 - Test statistico: regressione fiducia diretta e Big 5	153

Tabella 29 - Suddivisione del campione per fiducia indiretta e fiducia diretta	155
Tabella 30 - Sociability clienti fedeli	157
Tabella 31 - Big 5 dei clienti fedeli	157
Tabella 32 - Clienti fedeli: caratteristiche più importanti del consulente	159
Tabella 33 - Clienti fedeli: argomenti di conversazione con il consulente	161
Tabella 34 - Suddivisione dei clienti che si affidano ad un consulente in base al reddito	162

INTRODUZIONE

La scelta di investire i propri risparmi in prodotti finanziari spesso risulta difficile per gli individui, soprattutto in questo periodo storico che segue una delle più prolungate e turbolenti crisi che hanno colpito il mondo della finanza dal secondo dopoguerra.

L'incertezza dei mercati, gli scandali finanziari e la complessità dei titoli circolanti, hanno contribuito negativamente alla situazione, portando ad un progressivo allontanamento dei risparmiatori dal mercato e al conseguente rallentamento dell'economia mondiale. In questo contesto un fattore fondamentale per il corretto funzionamento del sistema era stato sottovalutato: la *fiducia*. Secondo Pelligra (2007) *“la tendenza alla fiducia e all'affidabilità è diffusa fra tutti gli esseri umani ad ogni latitudine, in ogni ambiente culturale e in ogni fase dello sviluppo sociale”*, per cui l'importanza di questo elemento non deve essere dimenticata, soprattutto nel contesto economico, poiché una sua carenza può portare a delle conseguenze non indifferenti.

Nel superamento di questa sfiducia generalizzata verso i mercati, un valido aiuto può essere fornito dalla consulenza finanziaria, che oltre a guidare i risparmiatori nel processo di investimento può anche diventare per loro una fonte di assicurazione.

Affinché il legame tra consulente e investitore si instauri, il primo deve conquistare la fiducia della controparte in modo da farlo sentire *“in buone mani”* (Gennaioli et al., 2015) nella gestione del suo capitale.

Scopo di questo elaborato è quello di studiare le dinamiche di fiducia nel servizio di consulenza, essendo questo un tema attuale e molto importante per il sistema finanziario. Il *primo capitolo* si pone l'obiettivo di studiare l'elemento fiducia, riportando su tale tematica il pensiero di alcuni autori. Si è messo in risalto come la sua presenza sia costante in tutte le discipline sociali ed economiche e come la letteratura sia unanime nel cogliere la sua importanza rendendolo oggetto di svariate ricerche.

Inoltre, si è cercato di indagare i confini della fiducia, le sue determinanti e il ruolo che essa svolge nelle interazioni sociali, ma allo stesso tempo non si è dimenticato di riportare

anche una breve trattazione dei rischi ad essa connessi. Infine si è voluto completare l'analisi sul tema trattando anche i metodi che vengono utilizzati per la sua misurazione, ponendo l'attenzione in particolare sul metodo del *Trust Game* (o "Investment Game"), teorizzato da J. Berg et al. nel 1995, e sul *Chicago Booth/Kellogg School Financial Trust Index*, indice nato intorno agli anni 2008 per volontà degli studiosi Paola Sapienza e Luigi Zingales.

Nel *secondo capitolo* si passa ad analizzare l'elemento fiducia associato al mondo della consulenza finanziaria con lo scopo di studiare, sotto questa luce, il rapporto tra consulente e investitore. Per prima cosa vengono brevemente trattate le problematiche che coinvolgono il risparmiatore nel processo di investimento, andando a toccare la tematica dell'alfabetizzazione finanziaria e degli errori cognitivi degli individui (euristiche). Per il superamento di queste è stato proposto il servizio di consulenza finanziaria citando alcuni studi presenti in letteratura che riconoscono nel consulente una figura fondamentale per aiutare il risparmiatore a gestire in modo più sicuro e corretto il proprio patrimonio. Successivamente, si è approfondito lo studio sulla figura del consulente finanziario, sulla clientela che è più propensa a richiedere il suo aiuto e sul potenziale conflitto di interessi esistente in questa professione. Vagliando i benefici e i rischi derivanti dal rapporto di consulenza, viene riportato il pensiero di alcuni autori che ritengono che il consulente sia comunque la scelta migliore per accompagnare il risparmiatore nel processo di investimento poiché, se il professionista riesce a creare un legame con la controparte, può assumere per lui il ruolo di "*money doctor*" (Gennaioli et al. 2015). È proprio sul ruolo fiducia nella consulenza che si focalizza la restante parte del capitolo, andando a studiare le motivazioni che spingono gli individui ad affidarsi al consulente, le variabili che influenzano positivamente la creazione di un legame fiduciario saldo e duraturo con il professionista e i benefici che da questo legame derivano.

Nel *terzo capitolo*, invece, viene studiata la normativa in tema di consulenza finanziaria. Si riporta inizialmente l'evoluzione storica della legge italiana sul risparmio gestito, per poi arrivare a trattare nello specifico la Direttiva 2004/39/CE (MiFID), attualmente vigente, e la direttiva 2014/65/UE (MiFID II) che entrerà in vigore nei prossimi mesi. Viene messa in risalto anche la ratio che spinge il legislatore a questa nuova produzione

legislativa: la volontà di stimolare la fiducia che i risparmiatori hanno perduto nel sistema finanziario in seguito alle turbolenze che hanno scosso i mercati negli ultimi anni. Infine, vengono studiate anche le tipologie di consulenza che il risparmiatore può trovare sul mercato.

Infine, il *quarto e ultimo capitolo* nasce con lo scopo di analizzare empiricamente le tematiche risultanti dallo studio teorico della letteratura. Le dinamiche di fiducia nella relazione consulente-investitore vengono indagate, in questo caso, assumendo il punto di vista dei clienti, cercando di ottenere maggiori informazioni sugli aspetti del rapporto che quest'ultimi ritengono più importanti. I dati utilizzati per l'analisi derivano dalla predisposizione di un questionario che è stato sottoposto ad un campione di clienti di una Banca di Credito Cooperativo del Veneto. Tale questionario è nato all'interno di un progetto di ricerca promosso dal dipartimento di Management dell'Università Ca' Foscari di Venezia.

CAPITOLO 1

LA FIDUCIA

1.1 INTRODUZIONE

Nel suo studio *"Gifts and Exchange"* (1972) Arrow afferma che, nel funzionamento del sistema economico, un ruolo molto importante è svolto dalla presenza di quelle che, con una terminologia antica, vengono chiamate *virtù*. Viene infatti ritenuto che virtù come la verità, la fedeltà, la giustizia e la fiducia siano fortemente richieste nel processo di scambio che viene notevolmente facilitato da queste.

In questa tesi ci si focalizzerà sullo studio di una virtù in particolare: la *fiducia*, elemento che Arrow stesso considera intrinseco in ogni transazione commerciale e che diventa tanto più forte quanto più la transazione è condotta per un periodo prolungato di tempo¹. Essendo quindi un fattore rilevante nel comportamento umano non deve stupire il fatto che la fiducia sia un argomento ricorrentemente studiato non solo nelle scienze economiche, ma anche nelle scienze sociali, politiche, psicologiche e antropologiche, tanto che in letteratura possiamo trovare svariate testimonianze di studi condotti su questo argomento.

Molti ricercatori hanno cercato di dare una propria definizioni di fiducia: ad esempio Fukuyama nel 1995 descriveva la fiducia come *"l'aspettativa che sorge in una comunità di comportamenti regolari, onesti e cooperativi basati su norme comunemente condivise da parte di altri membri della comunità"*²; qualche anno dopo Rousseau et al. (1998) come *"uno stato psicologico che comprende l'intenzione di accettare la vulnerabilità che deriva da aspettative positive sulle intenzioni o sul comportamento altrui"*³ o ancora in tempi più

¹ Arrow, K.J. (1972), *Gifts and Exchanges*, *Philos. Public Aff.* 1, 343–362.

² (p.26) Fukuyama, F., (1995). *Trust: The Social Virtues and the Creation of Prosperity*. The Free Press, New York.

³ (p. 395) Rousseau, D., Sitkin, S., Burt, R., Camerer, C., (1998). *Not so different after all: a cross-discipline view of trust*. *The Academy of Management Review* 23, 393–404.

recenti Guiso, Sapienza, Zingales (2008) come “*la soggettiva probabilità che gli individui attribuiscono alla possibilità di essere truffati*”⁴.

Da questa breve elencazione si può vedere come le definizioni di fiducia in letteratura, oltre che essere molteplici, sono anche tra loro differenti, ciascuna influenzata dal personale punto di vista dello scrittore. Se venisse chiesto a più individui di descrivere che cos'è per loro la fiducia, ognuno userebbe concetti e paragoni differenti perché ogni individuo vive la fiducia in maniera unica e personale. La diversità deriva da tutti quei fattori (interni ed esterni) presenti nell'ambiente di vita della persona che influenzano la formazione del suo carattere: l'educazione, l'esperienza, il livello di istruzione, la cultura, le istituzioni, l'area geografica in cui essa vive. Perciò al variare di questi fattori si modifica anche il livello di fiducia del singolo soggetto, del gruppo o della comunità (a seconda dell'ampiezza con cui si vuole analizzare il tema).

A supporto di quanto detto può essere citato uno studio del 1959 dell'antropologo Edward Hall. Effettuando un'analisi su come la fiducia vari al variare della cultura (studiata), Hall rileva come in alcune comunità questa abbia un ruolo sociale maggiore rispetto che in altre e porta come esempio di ciò il fatto che il rapporto fiduciario, in alcune parti del mondo, assume un valore maggiore del contratto legale sia nei rapporti interpersonali sia economici, uso che invece in altre aree geografiche è andato perduto.

Arrow stesso è a favore dell'assunto che nel mondo ci siano più livelli di fiducia tra loro differenti, e come lui moltissimi altri ricercatori (Putnam (1993), Fukuyama (1995), Knack e Keefer (1997)) suggeriscono che ciò sia vero spesso legando, nei propri studi, la mutevolezza dei livelli di fiducia a vari fattori come l'efficienza governativa, la crescita o la ricchezza economica.

Una catalogazione dei vari comportamenti fiduciari, ciò che alimenta o scoraggia la fiducia e molti altri temi correlati, saranno trattati nei successivi paragrafi in cui verrà proposta un'analisi della letteratura esistente sul tema della fiducia, con l'obiettivo di illustrare come questo elemento, molto spesso sottovalutato, sia invece fondamentale oltre che per le relazioni sociali anche per l'andamento del sistema economico.

⁴ (P.2257) Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2008). *Trusting the Stock Market*. The Journal of Finance

1.2 LE TIPOLOGIE DI FIDUCIA

Già nel 1989 Taylor affermava che se si fossero esaminate le ricerche (al tempo) esistenti su questo tema, si sarebbe notata l'esistenza di una "sconvolgente serie di significati e connotazioni per la fiducia⁵".

Qualche anno dopo, McKnight e Chervany (1996) provarono a mettere ordine in questo caos letterario. Dopo un'approfondita analisi della letteratura, arrivarono alla conclusione che le svariate definizioni di fiducia già esistenti potevano essere raggruppate in tre categorie, ciascuna corrispondente ad una tipologia di fiducia diversa:

- la fiducia impersonale/strutturale, ossia quella verso strutture sociali o istituzionali, situazioni o sistemi naturali e sociali (ad esempio la fiducia verso il governo, sul sistema di giustizia etc.);
- la fiducia disposizionale, cioè la fiducia come attributo della personalità dei soggetti, ossia quel "senso di fiducia di base", l'atteggiamento fiducioso che gli individui tengono "verso se stessi e il mondo" (Erikson, 1968);
- la fiducia personale/interpersonale, studiata nell'ottica dei comportamenti che l'individuo tiene nei confronti degli altri. Per personale viene intesa la fiducia che un individuo ripone in un altro individuo, o in altri individui, in situazioni specifiche. Per interpersonale si ritiene invece quella reciproca che nasce in un gruppo di due o più persone in una specifica situazione. La differenza fondamentale tra le due è il fatto che mentre nella prima il sentimento di fiducia nasce in capo ad un solo soggetto, nella seconda quel sentimento non è a senso unico, ma reciproco.

Queste tre categorizzazioni possono essere considerate come tre punti di vista da cui l'argomento fiducia viene studiato da parte delle scienze sociali.

Ad esempio, l'economia studia tale concetto dal punto di vista *personale/interpersonale*: analizza l'elemento fiduciario per riuscire a dare una spiegazione ai comportamenti dell'individuo, come singolo e nei rapporti con gli altri, quando si trova ad affrontare delle

⁵ Taylor, R. G. 1989. *The role of trust in labor-management relations*. Organization Development Journal, summer, 1989: 85-89.

scelte economiche. Le scienze sociologiche, giuridiche e politiche si occupano principalmente della *fiducia impersonale/strutturale*, mentre abbondanti studi sulla seconda e la terza tipologia si possono ritrovare rispettivamente nel campo della psicologia e della psicologia sociale.

Sul medesimo tema si sofferma anche Pelligra (2007) esponendo quella che, secondo lui, è la corretta definizione e “*caratterizzazione delle qualità primarie di una scelta fiduciaria*”. Dal suo punto di vista, l’unico modo di studiare la fiducia è guardandola con l’ottica delle relazioni *interpersonali* perché “*l’atto di fiducia avviene tra due persone*”⁶ e quindi sarebbe imprecisa qualsiasi spiegazione su cosa sia la fiducia che si basi sull’analisi dei fattori esterni alle relazioni che si instaurano tra le persone.

A sostegno di ciò propone un esempio in cui cerca di individuare gli elementi costitutivi di un’interazione fiduciaria. Con il metodo del “*Trust Game*” (esperimento scientifico usato come metodo di misurazione della fiducia: vedi paragrafo 1.6.1) analizza una relazione di scambio tra due soggetti A e B, sintetizzata graficamente in figura 1.

Come si può vedere dall’immagine la scelta iniziale spetta al giocatore A per primo, che deve decidere se fidarsi di B (R) oppure no (L). Se A sceglie di fidarsi, e quindi intraprendere un rapporto di scambio con la controparte, per B si aprono due possibilità di azione: ricambiare la fiducia di A (R) oppure no (L).

⁶ (P.38) V. Pelligra, *I Paradossi della Fiducia. Scelte Razionali e Dinamiche Interpersonali*, il Mulino, 2007

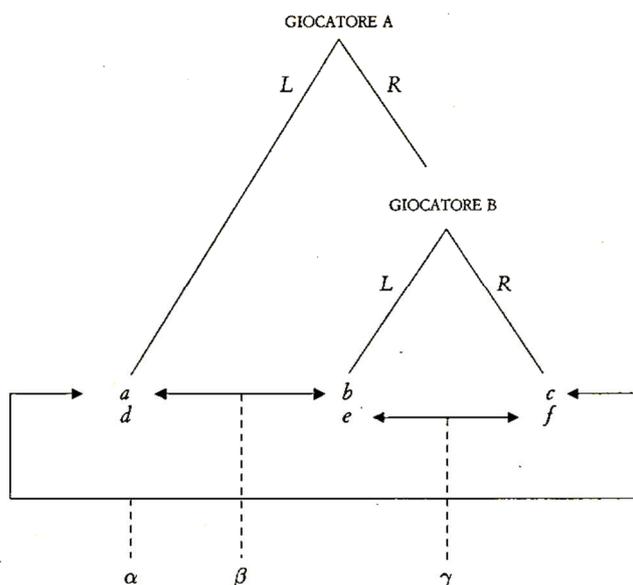


Figura 1.2 - *Trust Game*: elementi base per una definizione di fiducia

Fonte: V. Pelligra, *I Paradossi della Fiducia. Scelte Razionali e Dinamiche Interpersonali*, il Mulino, 2007

Le relazioni fiduciarie “*possono essere considerate come casi particolari di una forma più generale di interazione*”⁷ tra due persone e si distinguono da quest’ultime poiché nelle relazioni fiduciarie possono essere riconosciuti i seguenti elementi costitutivi generali:

- il guadagno potenziale, che si ottiene assumendo che $c > a$. Questa situazione si verifica quando A decide di fidarsi di B e quest’ultimo ricambia positivamente la sua fiducia, portando A ad ottenere un risultato migliore grazie alla collaborazione di quello che avrebbe ottenuto non fidandosi. Nel grafico viene rappresentato con il punto α .
- la perdita potenziale, che si ottiene assumendo che $b < a$, viene segnalata nel grafico da β e mostra come il risultato che A può ottenere se B tradisce la sua fiducia sia peggiore di quello che avrebbe ottenuto se non si fosse fidato.
- la tentazione, che si verifica assumendo $e > f$. Se A decide di fidarsi di B, quest’ultimo dovrà decidere se cedere alla tentazione γ di tradirlo o meno.

⁷ (P.33) V. Pelligra, *I Paradossi della Fiducia. Scelte Razionali e Dinamiche Interpersonali*, il Mulino, 2007

È a questo punto che, con l'ausilio degli elementi appena spiegati, Pelligra dà la definizione del comportamento fiducioso (o *trustful*) e del comportamento affidabile (*trustworthy*):

1. assumendo di trovarsi in una situazione che può essere descritta con il metodo del trust game, il *comportamento fiducioso* si verifica quando A sceglie R, cioè di fidarsi di B;
2. nel caso si verificano entrambe le precedenti condizioni (trust game + comportamento fiducioso di A) allora si può assistere ad un *comportamento affidabile* nel momento in cui B sceglie anche lui R, ossia quando decide di ricambiare positivamente la fiducia in lui riposta da A.

Si precisa che queste definizioni sono state formulate assumendo un punto di vista puramente osservativo, ossia che non entra nel merito delle motivazioni o delle ragioni che spingono l'uomo ad adottare il comportamento fiducioso, ma raggiungono lo scopo di supportare la teoria dell'autore che ritiene che il modo corretto di studiare la fiducia sia dal punto di vista *personale/interpersonale* perché la fiducia nasce dal rapporto tra due o più persone.

1.3 LE DETERMINANTI DELLA FIDUCIA

Sono molti gli studiosi che hanno cercato di indagare quali siano i fattori che determinano il funzionamento dell'elemento fiduciario nei rapporti umani. Spinti dalla volontà di capire cosa entra in gioco nel meccanismo di formazione della fiducia e con il fine di conoscere le modalità con cui mantenerla nel tempo, i ricercatori la analizzano da punti di vista sempre differenti, portando all'esistenza una vastissima produzione letteraria sul tema.

Una elencazione esaustiva di tutte le determinanti che vanno ad influire nella formazione della fiducia è pressoché impossibile perché, come già spiegato, essa non è definita e non ha confini ben precisi essendo un concetto che varia da individuo a individuo. Di conseguenza potrebbero esserci potenzialmente infiniti fattori che vanno a modificare l'elemento fiducia.

Lo scopo della breve trattazione che sarà condotta in questo paragrafo è dimostrare che la fiducia è composta da moltissimi elementi che possono essere paragonati, idealmente, alle facce di un diamante: si può cercare di studiare come essa è fatta guardando una o più facce, ma girando la pietra si scoprirà che ce ne sono altrettante che la caratterizzano e le danno forma.

Di seguito si riporteranno delle possibili determinanti della fiducia e alcuni studi condotti su di esse.

1.3.1 L'AREA GEOGRAFICA DI PROVENIENZA

Una prima determinate da citare potrebbe essere l'area geografica di provenienza. Molte ricerche di differenti discipline accademiche hanno elaborato teorie sul perché le persone di un paese hanno un livello di fiducia maggiore rispetto a quelle provenienti da un altro. Diverse sono state le modalità e i punti di vista con cui l'argomento è stato studiato: ad esempio, alcuni hanno affrontato l'argomento con un approccio scientifico, cercando di fornire una precisa e misurata definizione della fiducia e di arrivare a dei risultati mediante un'analisi empirica dei dati da loro raccolti come Hagen e Choe, (1998) Putnam (1993) Fishman e Khana, (1999) La Porta et al. (1997), mentre altri come Yamagishi et al. (1998) hanno cercato di studiarlo dal punto di vista psicologico, analizzando le differenze in capo alle differenti culture.

In particolare, nel loro studio Yamagishi, Cook e Watabe (1998) cercano di indagare quale sia il generale livello di fiducia presente nella società giapponese e lo confrontano con quello presente nella società americana.

La società giapponese è caratterizzata dalla prevalenza di legami sociali forti e stabili (come i legami familiari e i legami di gruppo) mentre quella americana presenta legami sociali e interpersonali più deboli. Si potrebbe pensare che una società caratterizzata da forti relazioni sociali e interpersonali, come la società giapponese, sia anche caratterizzata da un alto livello di fiducia tra i suoi membri.

Al contrario, la ricerca condotta da questi autori ha dimostrato che il livello di fiducia generale è molto più elevato nella società americana che in quella giapponese.

Infatti, nel contesto sociale, la fiducia generale verso gli altri spinge il soggetto ad emanciparsi dalle relazioni chiuse (come ad esempio quelle familiari) per cercare di instaurare altre relazioni sociali all'esterno. Questo comportamento ha successo in una società come quella americana che presenta opportunità interessanti e abbondanti al di fuori delle relazioni già stabilite, ma in una società che nel complesso è caratterizzata da relazioni chiuse (come quella giapponese), chi si "emancipa" da una di queste non può trovare un migliore partner di interazione all'esterno poiché tutte le altre relazioni sono chiuse agli "outsider". Quindi *"essere altamente fiduciosi, aspettando un trattamento benigno da "sconosciuti", in un tale ambiente rende una persona irrealisticamente ottimista"*⁸, portando come conseguenza un basso livello di fiducia generale nella società giapponese.

1.3.2 LA DISTANZA SOCIALE

Un'altra determinante si può ritrovare nella *distanza sociale*. Già studiata da Akerlof nel 1997, a distanza di qualche anno viene riproposta da Buchan e Croson (2004) in uno studio sui confini della fiducia dove, a seguito di un'analisi condotta su un campione di studenti universitari di Stati Uniti e Cina, arrivano ad affermare che gli individui ripongono maggiore fiducia nei soggetti che gli sono più vicini in distanza sociale.

Nello specifico, pur non negando l'esistenza della fiducia al di fuori delle relazioni familiari, affermano che in tale sede il livello presente è minore rispetto a quello riscontrabile all'interno del gruppo familiare. O, in altre parole, affermano che il vicolo fiduciario è molto forte all'interno del gruppo familiare e poi va via via diminuendo man mano che i rapporti interpersonali si fanno meno stretti, cioè all'aumentare della distanza sociale. Da notare l'importanza di questi risultati, perché vanno a sostegno delle argomentazioni che sottolineano il ruolo fondamentale delle relazioni personali o delle reti di relazioni tra individui per incoraggiare la fiducia.

⁸ (P.190) Yamagishi, T., Cook, K., Watabe, M., 1998. *Uncertainty, trust, and commitment formation in the United States and Japan*. American Journal of Sociology 104, 165-194

1.3.3 LA RAZZA

Si possono riportare in tale sede anche studi che vanno ad indagare l'influenza che gli elementi *razza* e *genere* hanno sulla costruzione del rapporto fiduciario, come ad esempio quello effettuato da Fershtman e Gneezy (2001) o da Smith (2010). Ci si concentra in particolare sul primo, dove i due autori hanno cercato di analizzare la discriminazione e le sue caratteristiche prendendo come caso di studio la discriminazione etnica nella società ebraica Israeliana.

La società ebraica Israeliana presenta al suo interno due principali gruppi etnici: gli ebrei Ashkenazic (immigrati da Europa e America e i loro figli) e gli ebrei Orientali (immigrati da Asia e Africa e i loro figli). Lo studio mette in luce che ci sono persistenti divari economici e sociali tra i due segmenti etnici: gli immigranti Ashkenazici raggiungono livelli di istruzione e guadagni più elevati di quelli degli immigrati Orientali e questo divario continua a sussistere tra gli immigrati di seconda generazione.

Fershtman e Gneezy iniziano il loro lavoro proponendo ad un campione di soggetti composto da ebrei Ashkenazic e da ebrei Orientali di partecipare all'esperimento del "Trust Game"⁹ di Berg et al. (1995). Scelgono di effettuare un'analisi sulla fiducia per spiegare questi divari socio-economici che affliggono la popolazione poiché ritengono *"che le interazioni economiche non siano disciplinate esclusivamente da accordi contrattuali e che la fiducia tra gli individui svolge un ruolo importante nel facilitare azioni efficienti"*¹⁰. Il risultato del loro esperimento mette in evidenza che la società israeliana è caratterizzata da una sistematica diffidenza e sfiducia nei confronti degli ebrei di origine orientale; e questa diffidenza non era comune solo tra i giocatori Ashkenazici, ma anche tra i giocatori orientali stessi che si discriminano tra di loro pur appartenendo al medesimo gruppo sociale. Quindi si può notare come gli stereotipi etnici influenzino la fiducia e come questi rimangano radicati nelle convinzioni delle persone anche con il ricambio generazionale (come precedentemente riportato erano coinvolte negli esperimenti anche le seconde generazioni).

⁹ Spiegato nel paragrafo 1.6.1

¹⁰ (P. 353) Fershtman C., Gneezy, U. (2001), *Discrimination in a segmented society: an experimental approach*, Quarterly Journal of Economics 116, 351-377.

1.3.4 LE NORME E LE ISTITUZIONI

Anche le *norme* e le *istituzioni* del paese da cui l'individuo proviene possono essere determinanti nella formazione della fiducia. In tale frangente si può riportare lo studio di Ostrom (2003) sul ruolo che le norme svolgono nell'influenzare le azioni e le aspettative degli individui. Secondo Ostrom le norme vengono adottate dagli uomini come guida per i propri comportamenti, e il fatto che questi agiscano secondo regole di comportamento influenza anche le aspettative degli altri individui con cui si interfacciano. Quindi, se una norma è comunemente accettata in una comunità, si prevede che influenzerà le azioni (e le aspettative sulle azioni) di tutte le persone appartenenti a quella comunità. Di conseguenza, se in un paese ci sono delle norme o degli usi che regolano il comportamento fiduciario, tutti gli individui di quella società le faranno proprie e si impegneranno (chi più chi meno) a rispettarle, pena l'emarginazione sociale.

Quindi mentre da un lato le norme e gli usi di un paese possono formare il carattere di una persona rendendola più affidabile o più fiduciosa nei confronti dei suoi concittadini, dall'altro anche le istituzioni hanno un ruolo importante nella determinazione della fiducia generalizzata. Un sistema istituzionale giusto ed efficiente ispira affidabilità nei suoi cittadini e in quelli stranieri, condizionando positivamente i comportamenti della gente e la crescita economica portando ad un aumento del benessere sociale. A favore di questa teoria si schierano anche Guiso, Sapienza, Zingales (2004) che affermano che se una nazione viene percepita come affidabile ciò influenzerà positivamente gli scambi commerciali e i flussi di investimenti.

1.3.5 LA RELIGIONE

Similmente la *religione* può avere un impatto sulla fiducia. Già Weber nel 1905 aveva sottolineato l'importanza della religione nelle attitudini sociali ed economiche degli individui. Un centinaio di anni dopo il tema è ancora caldo, diventando tutt'oggi oggetto di dibattito di molti autori. Si può citare a tal proposito lo studio di Guiso, Sapienza, Zingales (2002) sull'influenza che la religione ha sugli atteggiamenti economici della gente. I risultati di questo studio dimostrano che le persone religiose si fidano di più degli altri, hanno maggior fiducia nel governo e nel sistema giuridico, sono meno disposti a

infrangere la legge e hanno maggiori probabilità di credere che i risultati dei mercati siano veritieri.

1.4 LA FIDUCIA E LA “SOCIABILITY”

Nello studio “*The role of social capital in financial development*” (2004) Guiso, Sapienza e Zingales, cercando di studiare i collegamenti esistenti tra capitale sociale e sviluppo finanziario di un paese, affermano che il capitale sociale ha una forte influenza sia sul livello di fiducia degli individui sia sullo sviluppo economico di uno stato e proprio la sua variabilità può essere considerata una motivazione del perché esistono diversi livelli di sviluppo finanziario in aree geografiche apparentemente simili. A dimostrazione di questa assunzione gli autori riportano un esperimento condotto su un campione di famiglie italiane: quelle che vivevano in regioni con un alto tasso di donazioni di sangue, che mostravano un’affermata partecipazione elettorale, presentavano anche un elevato livello di fiducia e una tendenza ad investire più soldi in prodotti finanziari.

Questi comportamenti tenuti dagli individui, come ad esempio il volontariato, l’iscrizione ad associazioni sportive, culturali etc., ossia tutte quelle attività rientranti nella categoria della c.d. “*sociability*”, caratterizzano il capitale sociale di un paese portando con essi degli effetti positivi: “*la fiducia condivisa, le norme e i valori nascono nelle organizzazioni informali basate su reti sociali e associazioni*” (Durlauf e Fafchamps (2004))¹¹.

A sostegno della tesi si schierano anche Hong, Kubik, and Stein (2004), che affermano che la sociability favorisce la partecipazione al mercato azionario poiché nei contesti associativi si assiste al fenomeno del passa-parola che abbassa i costi delle informazioni e favorisce la partecipazione.

Nel 2011 Georgarakos e Pasini danno un contributo alla letteratura sul tema studiando congiuntamente gli “*effetti di fattori non economici come la fiducia e la sociability negli investimenti azionari*”¹² per provare a spiegare perché famiglie con entrate e ricchezza simili ma residenti in luoghi diversi mostrino una differente partecipazione al mercato azionario (ad esempio in paesi come Svezia, Danimarca, Svizzera le famiglie presentano

¹¹ (P.7) Durlauf S., Fafchamps M., (2004) *Social capital*, NBER Working Paper No. 10485.

¹² (P.693) Georgarakos D., Pasini G. (2011). *Trust, sociability, and stock market participation*. Review of Finance, 15(4), 693–725.

un tasso di partecipazione al mercato finanziario più elevato di quello delle famiglie Austriache, Spagnole, Italiane pur essendo meno ricche).

Essi analizzano il fenomeno utilizzando i dati forniti dal Sondaggio Europeo “Salute, Invecchiamento e Pensionamento” (SHARE) sulle famiglie europee composte da individui di età superiore o uguale a 50 anni, ossia quella fascia della popolazione che controlla una buona fetta delle risorse economiche sociali.

I due autori dimostrano che la presenza congiunta di fiducia e socialità favoriscono la partecipazione al mercato finanziario. Infatti esiste una correlazione positiva tra investimenti in titoli azionari e fiducia: i paesi con un alto livello di fiducia presentano elevati tassi di proprietà azionaria (Guiso, Sapienza e Zingales (2008)). Al contrario, potenziali investitori che vivono in una regione con basso livello di fiducia percepiscono molto alta la possibilità che un contratto non venga rispettato dalla controparte, con la conseguenza che il rendimento atteso da un investimento si riduce e l’impiego di denaro in prodotti finanziari viene scoraggiato.

Il fenomeno della sociability aiuta a superare la diffidenza verso la detenzione di azioni presente nelle zone a basso tasso di fiducia poiché la socialità tra le persone favorisce la condivisione di informazioni in modo più economico portando così ad un abbassamento dei costi di partecipazione e ad un aumento della sicurezza innescando così il fenomeno di emulazione. Ne consegue che la fiducia e la sociability possono essere prese in considerazione entrambe quando si studia la partecipazione degli individui al mercato finanziario poiché *“una riduzione della fiducia può essere controbilanciata da un incremento della socievolezza”*¹³.

1.5 FIDUCIA E COOPERAZIONE

Interessante è ragionare sul fatto che i comportamenti fiduciosi e affidabili esistano e persistano nel contesto economico quando invece, in tale ambiente, la regola del self-interest dovrebbe schiacciare la reciproca cooperazione.

¹³ (P.722) Georgarakos D., Pasini G. (2011). *Trust, sociability, and stock market participation*. Review of Finance, 15(4), 693–725

Secondo Francis Y. Edgeworth (1881) infatti, in economia ogni individuo dovrebbe essere “*mosso esclusivamente da un suo interesse personale*”; Dennis Mueller (1989) ribadisce il concetto affermando che il “*principio comportamentale di base [...] in economia*” prevede che l’uomo sia “*massimizzatore dell’utilità, razionale ed egoista*”.

Pur essendo evidente che in una società una forma base di cooperazione è inevitabile (Gambetta, 2008), ci sono delle situazioni in cui gli individui possono scegliere se collaborare tra di loro oppure no. In tali frangenti, spesso, si assiste alla preferenza delle persone di agire individualmente piuttosto che creare un legame di aiuto reciproco con altre, anche se ciò porta a delle perdite in capo ai soggetti poiché dalla cooperazione derivano dei benefici (sia per la persona che per la collettività) che individualmente difficilmente si riescono ad ottenere.

La propensione a prediligere dei comportamenti egoistici alle relazioni cooperative deriva da quel sentimento di incertezza e diffidenza che comunemente l’individuo prova verso gli altri e che si ritrova in quasi tutti i rapporti sociali. Questo sentimento fa percepire la collaborazione come un comportamento rischioso perché in parte dipendente dalla ignota volontà di altre persone, quindi l’uomo cerca di eliminare questa incognita agendo come singolo.

Un esempio di questo fenomeno può essere fornito dal noto gioco del *Dilemma del Prigioniero*: il primo giocatore, spinto dal dubbio che il secondo giocatore (complice di reato) possa tradirlo e confessare, è portato a confessare lui stesso per primo sperando di tutelarsi.

L’individuo agisce in questo modo per due possibili motivazioni: perché non ha fiducia nel suo complice che ritiene “*incondizionatamente non-cooperativo*”; o ancora peggio, dice Gambetta, l’atteggiamento del primo giocatore deriva dalla paura che il secondo giocatore non avrà fiducia in lui e nella sua fedeltà e di conseguenza confesserà.

Se i due giocatori avessero fiducia nella volontà della controparte di cooperare ne trarrebbero ciascuno maggiori benefici, ma il dubbio e la sfiducia portano a rendere dominante per entrambi la strategia *confessa* rispetto a quella *non confessa* (Teoria dei giochi ed Equilibrio di Nash).

Perciò la mancanza di fiducia negli altri e la paura di essere imbrogliati spinge l'uomo ad un comportamento individualista, anche a costo di subire delle perdite. Gambetta ritiene che una possibile soluzione al problema sia favorire la comunicazione tra gli individui: se l'individuo ha delle buone ragioni per cooperare, le illustra conquistando la fiducia della controparte e quest'ultima fa lo stesso, allora la cooperazione diventerebbe salda e reciproca. Quindi, conclude l'autore, *“per agire in cooperazione è necessario non solo che il singolo si fidi degli altri, ma anche che gli altri abbiano fiducia nel singolo”*¹⁴.

Detto questo, come mai i comportamenti fiduciosi e affidabili che permettono la cooperazione persistono nei rapporti economico-sociali che l'uomo intrattiene con gli altri invece di estinguersi in favore dell'individualismo?

Si può provare a dare una risposta a questa domanda riprendendo lo studio *“Gifts and Exchange”* di Arrow. Egli effettua un'analisi critica su una ricerca di Titmuss¹⁵ relativa agli usi rivali di “scambio e dono” come modalità di allocazione delle risorse e al ruolo del rapporto comunitario che si instaura tra le persone di una società a confronto con le sempre maggiori tendenze all'individualismo. Scendendo nei dettagli, Titmuss prende come caso di studio la modalità di raccolta di sangue per le trasfusioni negli Stati Uniti e la paragona a quella del Regno Unito: nel Regno Unito la fornitura di sangue è completamente volontaria e non pagata, mentre negli Stati Uniti esiste un sistema misto che prevede sia la raccolta di sangue derivante da donazioni di volontari sia la raccolta mediante una banca commerciale, ossia che prevede il pagamento del donatore.

In questo frangente, Arrow studia quello che lui chiama “il desiderio dell'individuo di dare”, ossia quel desiderio che spinge l'uomo a tenere un comportamento a favore della collettività invece di adottarne uno prettamente individualista. In tal caso, il comportamento a favore della collettività viene riconosciuto nella donazione del proprio sangue mentre quello individualista nella vendita dello stesso. Ampliando, però, l'analisi può essere catalogato come comportamento sociale anche ogni comportamento

¹⁴ (P.216) Gambetta, D. (2000). Can we trust? *Trust: Making and Breaking Cooperative Relations*, 213–237.

¹⁵ Richard M. Titmuss, *The Gift Relationship: From Human Blood to Social Policy*. A. Oakley and J. Ashton (eds), London School of Economics and Political Science, London, 1997

dell'individuo che presenta al suo interno tutte quelle virtù (vedi paragrafo 1.1) necessarie nel processo di scambio economico, senza dimenticare che una di queste virtù è proprio la fiducia.

Utilizzando la teoria delle utilità, Arrow distingue tre classi di motivazioni che alimentano il “desiderio dell'individuo di dare” o, sottolineando il pensiero dell'autore, “il desiderio dell'individuo di fidarsi e cooperare”: la prima motivazione prevede che il soggetto che agisce secondo “virtù” aumenti non solo la sua utilità, ma anche l'utilità degli altri soggetti della comunità, e assistere all'aumento del benessere sociale crea soddisfazione in capo al soggetto virtuoso. La seconda è simile alla prima, con la sola differenza che in questo caso il soggetto aumenta il suo benessere perché trae soddisfazione non solo dal fatto che è aumentata l'utilità sociale, ma anche dal fatto che grazie al suo contributo è avvenuto tale aumento di utilità.

Per la terza motivazione Arrow si ispira alla teoria del contratto sociale: argomenta che il comportamento “virtuoso” del soggetto è motivato dal contratto sociale implicito tra gli individui il quale prevede che tali comportamenti virtuosi debbano essere messi in atto appositamente dall'individuo in modo da aumentare la soddisfazione della collettività o, in altre parole, che questi comportamenti vengono messi in atto dal soggetto in cambio di un obbligo generalizzato da parte degli altri uomini di fare altrettanto in altre circostanze se necessario.

Anche Pelligra (2007) cerca di dare una spiegazione al fenomeno affermando che l'uomo ripone la sua fiducia in qualcun altro perché spera di raggiungere, mediante la cooperazione, uno “*stato di cose migliore rispetto allo status quo*¹⁶”, ossia di raggiungere un livello di benessere maggiore di quello che avrebbe ottenuto se avesse deciso di non fidarsi.

Comunque, a prescindere da quali siano le motivazioni che portano l'individuo ad agire con fiducia, si vuole sottolineare l'importanza dell'esistenza di questo atteggiamento positivo per il funzionamento del sistema economico: senza fiducia difficilmente quei rapporti di scambio o di collaborazione tra gli individui esisterebbero poiché, per paura

¹⁶ (P.12) V. Pelligra, *I Paradossi della Fiducia. Scelte Razionali e Dinamiche Interpersonali*, il Mulino, 2007

di cadere in un imbroglio, si rinunciarebbe a tutte le relazioni interpersonali con il conseguente blocco del sistema economico, politico e sociale.

Come dice Pelligra (2007) l'esistenza della fiducia nella nostra vita associata è "quasi" ovvia e la sua assenza ci farebbe precipitare in *"qualcosa di molto simile ad uno stato di natura hobbesiano dove non sarebbero possibili arti, né lettere, né società, dove dominerebbe la continua paura ed il pericolo di una morte violenta"*¹⁷

1.6 IL RISCHIO DI FIDARSI

"Alla possibilità di un potenziale miglioramento" che si ottiene fidandosi di qualcuno *"fa da naturale contraltare il rischio connesso al tradimento della fiducia"*. [Pelligra, 2007]

Alcuni studiosi come Eckel e Wilson (2004) affrontano il tema della correlazione tra rischio e fiducia, cercando di determinare (mediante analisi empirica) se la decisione di fidarsi di una controparte anonima in un'interazione one-shot è equivalente a puntare su una scommessa rischiosa.

Lo stesso argomento viene trattato da Bohnet e Zeckhauser in uno studio del 2004 dove affermano che fidarsi di qualcuno è come giocare d'azzardo: non si sa mai se la fiducia verrà ricambiata oppure se si verrà traditi.

Per Pelligra il rischio che si affronta nel rapporto fiduciario è ben diverso da quello che si corre giocando d'azzardo: non si sta parlando dell'incertezza derivante dalla *"imprevedibilità degli eventi naturali"* come succede quando si affronta una scommessa rischiosa o si gioca in borsa, ma si sta parlando *"di quell'incertezza e di quel rischio legato all'imprevedibilità e all'impossibilità di controllo del comportamento di agenti dotati di libero arbitrio"*¹⁸.

E il gioco della fiducia diventa ancora più rischioso in un contesto storico come quello attuale che vede un'affermata tendenza all'uso di Internet come piattaforma dove effettuare acquisti o investimenti, e questa metodologia di scambio se da una parte permette di soddisfare maggiormente la diversificazione e le preferenze dei consumatori,

¹⁷ (P.11) V. Pelligra, *I Paradossi della Fiducia. Scelte Razionali e Dinamiche Interpersonali*, il Mulino, 2007

¹⁸ (P.12) V. Pelligra, *I Paradossi della Fiducia. Scelte Razionali e Dinamiche Interpersonali*, il Mulino, 2007

dall'altra porta con sé un grande prezzo da pagare: la perdita del contatto umano e il conseguente obbligo di doversi fidare di sconosciuti che operano a distanze a noi sconosciute.

Entrando nello specifico, nella dimensione del rapporto fiduciario il rischio ricade sull'individuo che per primo offre un bene ad un altro individuo senza avere la certezza che quest'ultimo gli risponderà restituendogli un valore corrispondente a quello da lui offerto. Per spiegare questa affermazione si può riportare l'esempio di Eckel e Wilson: se un soggetto A deve fare un prestito al soggetto B e non ci sono modi per assicurare senza costi che B ripagherà il prestito, allora il soggetto A, per procedere ugualmente con il prestito, deve rischiare e fidarsi di B.

A sostegno di questa tesi intervengono Cook and Cooper (2003) che ritengono che la fiducia sia simile ad un "*gioco del dilemma del prigioniero*" sequenziale. Anche secondo loro il problema del rischio ricade sul "truster", il soggetto che deve effettuare per primo la scelta di fidarsi o meno dell'altro soggetto e cooperare con lui; invece al secondo soggetto, il "trustor", rimane solo la scelta se onorare la fiducia affidatagli dal primo, lasciando, quindi, tutto il rischio in capo al "truster" che per primo dà un qualcosa che non è detto verrà ricambiata.

Ben-Ner and Putterman (2001) ritengono che la fiducia sia positivamente correlata al rischio: una maggiore avversione al rischio porta ad un minore livello di fiducia, quindi maggiore è il rischio che un soggetto è disposto a sopportare più è probabile che opererà con fiducia nei rapporti socio-economici.

Altri studi, invece, come quelli di Eckel e Wilson del 2003 mostrano che le persone non vedono la fiducia come un problema di rischio, ma piuttosto come un problema di giudizio. Quindi sotto quest'ottica, la scelta di fidarsi o meno non viene considerata dai soggetti analizzati come l'assunzione di un rischio, ma piuttosto come la capacità in capo al "trustor" di capire se la controparte è meritevole di fiducia. La gente è orgogliosa della propria capacità di "leggere" gli altri e di riuscire a intuire se qualcuno è più o meno affidabile.

Ma una cosa fondamentale viene detta da Pelligra: *“gli esiti delle nostre scelte dipendono dalla combinazione delle nostre azioni e di quelle degli altri”*; infatti, dice l'autore, se noi uscendo di casa riusciremo ad arrivare incolumi alla destinazione prefissata, non dipenderà solamente dalle nostre azioni ma anche dalle azioni degli altri che hanno tenuto un comportamento corretto e non hanno fatto nulla che possa nuocere alla nostra salute (come ad esempio rispettare le norme stradali). È per questo motivo che *“il nostro stare insieme può essere descritto come un continuo oscillare tra necessità di fidarsi degli altri e il tentativo di ridurre tale apertura¹⁹”*. L'unico modo per ridurre i rischi della fiducia, e di conseguenza della vita è, secondo Pelligra stesso, affrontare il mondo con fiducia. Potrebbe sembrare paradossale, ma *“quando qualcuno si fida di me, costituisce già una ragione addizionale rispetto a qualsiasi altra, perché io mi dimostri affidabile”* con la conclusione che, quindi, *“la mia affidabilità è frutto della tua fiducia”* [Pelligra, 2007 p.11]

1.7 METODOLOGIE DI MISURAZIONE DELLA FIDUCIA IN LETTERATURA

Dallo studio condotto nei precedenti paragrafi sui confini e sulle determinanti dell'elemento fiducia, emerge quanto esso sia importante nelle relazioni sociali ed economiche. Assume rilievo, in questo contesto, chiarire anche come la fiducia venga misurata, presentando l'analisi di alcune metodologie di misurazione del livello di fiducia che spesso si ritrovano in letteratura: il metodo del *Trust Game*, che misura la fiducia in termini di quantità di patrimonio che un soggetto affida ad un altro e l'analisi degli *indicatori di fiducia*, costruiti sulla base di domande che vengono somministrate periodicamente ai cittadini mediante dei sondaggi.

¹⁹ (P.12) V. Pelligra, *I Paradossi della Fiducia. Scelte Razionali e Dinamiche Interpersonali*, il Mulino, 2007

1.7.1 IL TRUST GAME

Il Trust Game (o “Investment Game”), teorizzato da J. Berg et al.²⁰ nel 1995, è un esperimento di scelta che viene utilizzato per misurare la fiducia nelle decisioni economiche e ha come oggetto lo scambio di denaro tra due persone.

Il gioco prevede che due partecipanti che non si conoscono siano fatti accomodare in due stanze separate, che l'autore denomina stanza A e stanza B. Il soggetto nella stanza A possiede un patrimonio di 10\$ e ha la possibilità di scegliere se mandare (e in che quantità) parte del suo patrimonio alla sua controparte anonima nella stanza B, dopo che entrambi i giocatori sono stati informati che ogni centesimo mandato dal soggetto della stanza A verrà triplicato nel momento in cui raggiungerà la stanza B. Il soggetto della stanza B, se riceverà del denaro dalla controparte, dovrà decidere se e quanto della cifra triplicata rimandare al soggetto della stanza A o se tradire la fiducia in lui riposta e tenersi tutto.

Con questo gioco viene studiata la propensione che i soggetti hanno a fidarsi degli altri e la rispettiva propensione a ricambiare questa fiducia.

Questo circuito di fiducia viene utilizzato in moltissimi studi presenti in letteratura (Fershtman e Gneezy (2001), Pelligra (2007), M. Monti et al. (2014)) per analizzare quale siano le risposte degli individui alle interazioni con soggetti da loro diversi e le connotazioni che la fiducia assume nei vari contesti.

1.7.2 GLI INDICATORI DI FIDUCIA: IL FINANCIAL TRUST INDEX

Altri studi, per analizzare il livello di fiducia si affidano a degli indicatori come ad esempio il *General Social Survey* (GSS) che monitora e spiega le tendenze e le costanti negli atteggiamenti e nei comportamenti delle persone (cittadini americani)²¹, il *Generalized Trust Index*, che cattura il livello di fiducia verso il sistema, le istituzioni e lo stato, il *World Values Survey* (WVS) che fornisce indicazioni sulle credenze delle persone e sui loro valori

²⁰ Berg, J., Dickhaut, J., & McCabe, K. (1995). Trust reciprocity and social history. *Games and Economic Behavior*, 10, 122-142.

²¹ <http://gss.norc.umd.edu/About-The-GSS>

o, il *Financial Trust Index*, che offre informazioni dirette sul livello di fiducia delle persone verso il modo finanziario.

Per la costruzione di questi indicatori vengono utilizzati una serie di dati raccolti mediante sondaggi proposti ad un campione significativo della popolazione che deve essere studiata. Le domande sono spesso standard e sono del tipo: *“In generale, diresti che la maggior parte delle persone può essere degna di fiducia o che devi prestare molta attenzione nel trattare con le altre persone?”*, *“Quanto sei soddisfatto della situazione finanziaria della tua famiglia?”*, *“Vorrei chiederti quanto ti fidi delle persone provenienti dai seguenti gruppi: famiglia, vicini, persone che conosci personalmente, persone che hai incontrato per la prima volta, persone di un’altra religione e persone di un’altra nazionalità. Potresti dirmi per ognuno (dei gruppi) se ti fidi delle persone appartenenti al gruppo completamente, un po’, non molto o per niente?”*.²²

In letteratura è possibile trovare molti studi che utilizzano i dati sul livello di fiducia della popolazione calcolati mediante questi indicatori o che ripropongono nei loro esperimenti le stesse domande impiegate nei sondaggi per la formazione degli indici (ad esempio: Buchan e Croson (2004); Guiso, Sapienza, e Zingales. (2008); Georgarakos e Pasini (2011)).

Interessante è approfondire l’analisi sul *Chicago Booth/Kellogg School Financial Trust Index*. Questo indicatore è una misura della fiducia che i cittadini americani hanno nelle istituzioni private in cui possono investire i loro soldi.

Nasce intorno agli anni 2008 per volontà degli studiosi Paola Sapienza e Luigi Zingales che avevano lo scopo di creare uno strumento che permettesse di studiare i cambiamenti della fiducia nel settore finanziario e le relative influenze sulle scelte degli investitori. Nello specifico, la missione del *Financial Trust Index* è di monitorare il livello di fiducia che gli individui hanno nelle banche, nel mercato azionario, nei fondi comuni di investimento e nelle grandi società, tenendo anche conto di come gli eventi, le politiche e gli interventi di governo influenzano questa fiducia.

²² <http://www.worldvaluessurvey.org/WVSDocumentation.jsp>

Viene calcolato trimestralmente su un campione di circa 1.000 adulti americani. Spesso i dati usati per la sua formazione vengono integrati anche con altri dati su argomenti correlati (ad esempio investimenti immobiliari, opinioni sugli eventi recenti).²³

1.7.2.1 UN ESEMPIO: LA WAVE 1 DEL FINANCIAL TRUST INDEX

La prima indagine condotta con l'ausilio del Financial Trust Index aveva come obiettivo quello di analizzare l'andamento della fiducia dei cittadini americani nei confronti dei mercati azionari e nelle istituzioni in generale a distanza di qualche mese dallo scoppio della crisi del 2008.

Infatti, Sapienza e Zingales ritengono che una delle cause che ha contribuito ad alimentare il blocco dei mercati dopo il fallimento della Lehman Brothers e a rallentare il successivo sviluppo economico sia stata la mancanza di fiducia verso il sistema, perciò si proposero di studiare il fenomeno monitorandolo con l'ausilio dell'Indice di Fiducia.

Per la raccolta dati necessari alla formazione dell'indice era stata incaricata la Social Science Research Solutions (SSRS) che tra il 17 al 28 dicembre 2008 aveva condotto un'intervista telefonica su un campione di 1.034 famiglie americane. L'adulto rispondente in ogni famiglia era stato contattato casualmente e gli era stato chiesto se si occupava della finanza familiare, se da solo o insieme al coniuge. Solo gli individui che rivendicavano tale responsabilità erano stati inclusi nel sondaggio, che si articolava come riportato di seguito.

Un primo gruppo di domande chiedeva agli individui qual era il loro livello di fiducia nei confronti di alcune categorie di persone (banchieri, brokers) o di istituzioni (banche, mercati finanziari), in una scala da 1 a 5, dove 1 significa "non ho affatto fiducia" e 5 significa "mi fido completamente".

Successivamente, volendo studiare come gli eventi recenti avessero influito sulla fiducia nei mercati finanziari, ai partecipanti al sondaggio sono state sottoposte la seguenti domande: a) come era cambiata la loro fiducia in alcune istituzioni (banche, mercati finanziari, brokers) nel corso dei tre mesi precedenti il sondaggio e b) se avevano

²³ <http://www.financialtrustindex.org/about.htm>

intenzione di aumentare, diminuire o lasciare invariato il loro investimento nel mercato azionario nei mesi successivi al sondaggio.

L'intervista continuava chiedendo agli intervistati quale ritenevano fosse, tra le seguenti alternative, la principale causa della crisi finanziaria del 2008: "l'avidità dei managers", "un eccessivo intervento del governo", "una mancanza di vigilanza", "una governance aziendale scadente", "la mancanza di un'adeguata regolamentazione" e "a squilibri globali". Le risposte a questa domanda venivano paragonate al livello di fiducia dei soggetti che davano la risposta in modo da analizzare la correlazione tra le due variabili. Infine, venne chiesto se gli interventi del governo sui mercati finanziari nei tre mesi precedenti avessero reso gli intervistati più o meno fiduciosi nell'investire nel mercato finanziario.

I risultati del primo gruppo di domande dimostrano come le persone intervistate in quel periodo presentavano un basso livello di fiducia nei confronti di alcuni tipi di istituzioni (o persone) come il mercato finanziario, i brokers, il governo, i banchieri etc. Come si può vedere dal *Grafico 1* le persone preferivano affidare la loro fiducia "altre persone" in generale, piuttosto che agli agenti del settore finanziario.

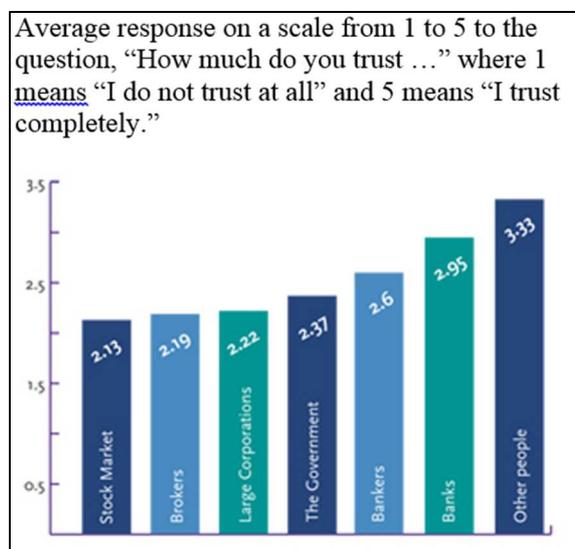


Grafico 1: Fiducia

Fonte: www.financialtrustindex.org/resultswave1

Il *Grafico 2* e il *Grafico 3* illustrano, rispettivamente, le risposte al secondo gruppo di domande. La prima chiedeva agli intervistati se durante i tre mesi che precedevano il

sondaggio la loro fiducia nei confronti di mercati finanziari, banche e governo era diminuita o si era rafforzata: come si può vedere ci fu una generale diminuzione della fiducia nei confronti delle istituzioni finanziarie (mercati, banche, governo) tra i cittadini, di intensità maggiore nei confronti dei mercati finanziari.

Alla seconda domanda, che chiedeva se nei mesi successivi all'intervista i soggetti partecipanti al sondaggio avrebbero modificato il valore del loro investimento nel mercato azionario, la maggioranza degli intervistati (80%) aveva risposto che intendeva lasciare invariato il valore dell'investimento detenuto, l'11% prevedeva di aumentarlo e il 9% prevedeva di diminuire la quantità di denaro investita. Tali dati erano stati confrontati con il livello medio di fiducia che questi gruppi di soggetti presentavano nei confronti del mercato: le persone che avevano deciso di disinvestire dal mercato azionario presentavano fiducia media di 1,62; quelle che avevano intenzione di lasciare invariato il loro investimento raggiungevano il 2,13; mentre il dato saltava a 2,90 per le persone che avevano intenzione di aumentare il loro investimento azionario.

Come si può notare, il livello di fiducia verso i mercati finanziari in capo ai gruppi di soggetti analizzati rispecchiava esattamente i comportamenti di investimento che avevano intenzione di tenere, con la conclusione che l'elemento fiduciario mostra un effetto positivo e significativo sull'intenzione di aumentare gli investimenti in capo gli individui.

Average response to the question, “How has your trust in some of these institutions changed in the last three months?” “Would you say your trust in ... has 1) Increased a lot; 2) Increased a little; 3) Decreased a little; 4) Decreased a lot; or 5) Has there been no change in your trust.” We recoded 5 as 0, 3 as -1, 4 as -2, 1 as +2, and 2 as +1.

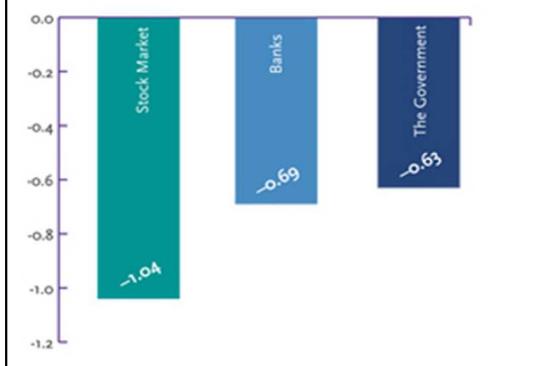


Grafico 2: Cambiamenti nella fiducia negli ultimi tre mesi

Fonte: www.financialtrustindex.org/resultswave1

The level of trust in the stock market is on a scale from 1 to 5, where 1 means “I do not trust at all” and 5 means “I trust completely.” “Expectations about changes in the S&P” is the percent average return expected over the following 12 months.

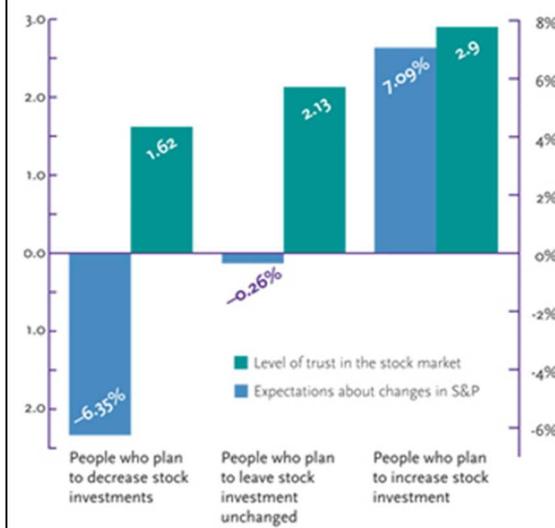


Grafico 3: Intenzionalità di comprare azioni, aspettative e fiducia

Fonte: www.financialtrustindex.org/resultswave1

Le risposte alla domanda che chiedeva di definire quali erano state, secondo gli intervistati, le cause della crisi del 2008 e il livello di fiducia verso il mercato finanziario in capo ai medesimi soggetti sono illustrate nel *Grafico 4*.

Le persone che avevano attribuito la crisi a squilibri globali presentavano una fiducia molto elevata nel mercato azionario (2.6) similmente a quanti riconoscevano come causa l'intervento eccessivo del governo (2,41).

Invece, il livello di fiducia era più basso tra coloro che pensavano che la crisi fosse dovuta all'avidità dei dirigenti o alla cattiva corporate governance (2.10) e alla mancanza di vigilanza o di regolamentazione (1.97).

Infine, i dati raccolti con l'ultima domanda hanno dimostrato che la maggioranza degli intervistati (80%) perse fiducia negli investimenti azionari a seguito degli interventi finanziari che il governo aveva messo in atto nei tre mesi precedenti il sondaggio.

Le persone che invece erano state rassicurate dalla politica finanziaria tenuta dal governo o che non ne erano state influenzate presentavano anche un livello di fiducia approssimativamente del 30% superiore rispetto a quelle del gruppo precedente (2,58 vs 2,03 – Grafico 5).

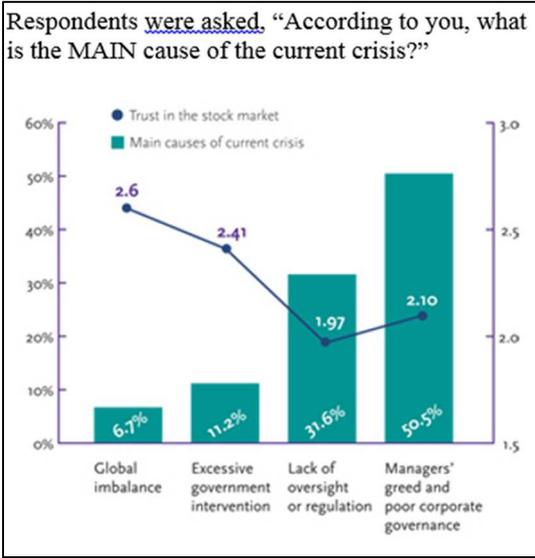


Grafico 4: Cause della crisi e livello di fiducia nel mercato finanziario

Fonte: www.financialtrustindex.org/resultswave1

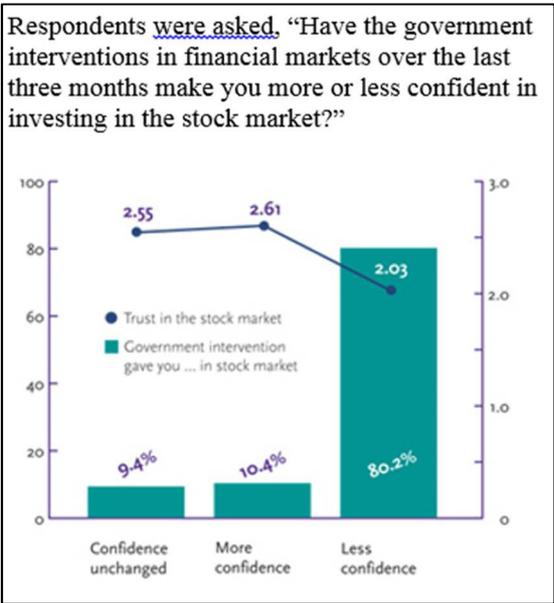


Grafico 5: Intervento del governo e fiducia nel mercato finanziario

Fonte: www.financialtrustindex.org/resultswave1

In merito a tale risultato, Sapienza e Zingales affermano che, pur non avendo la certezza di un collegamento causale, l'effetto della sfiducia derivante della politica finanziaria tenuta dal governo era talmente grande che, probabilmente, si poteva ricondurre proprio a questa politica errata la differenza nel livello di fiducia dei cittadini, visibile nel *Grafico 1*, verso mercato azionario e verso le banche.

Questa breve analisi è stata proposta per mostrare come il Financial Trust Index sia stato un utile strumento per analizzare il livello di fiducia dei cittadini americani nei confronti delle istituzioni, delle persone, del sistema finanziario e le loro future prospettive di investimento.

Con questo studio gli autori dimostrano come la perdita di fiducia nel settore finanziario e nel sistema economico in generale possa essere stata una delle cause che hanno alimentato la paralisi economica che ha portato alla grande recessione in cui sono entrate le economie degli Stati Uniti e del mondo.

1.7.2.2 IL FINANCIAL TRUST INDEX: DALLA WAVE 1 FINO AD OGGI

Ad oggi sono disponibili 21 waves di questo indice e ogni wave fotografa come si modifica il livello di fiducia dei cittadini americani in seguito ad eventi socio-economici che si sono verificati nel corso della storia recente americana. Ad esempio, la wave 2 riporta un positivo incremento della fiducia nei mercati nel primo trimestre del 2009 a seguito dei buoni propositi per risollevare l'economia che il presidente Obama aveva portato con sé nei primi giorni della suo insediamento alla casa bianca²⁴; la wave 7 mostra che alla fine del secondo trimestre del 2010 la fiducia nel sistema finanziario americano aveva raggiunto (al tempo) il suo picco più alto da quando il Trust Index vide la luce nel 2008, con una percentuale del 26% di cittadini americani che si fidavano del sistema finanziario²⁵; tale picco verrà superato successivamente nel 2013 con la wave 18 che, pur avendo registrato un'insoddisfazione dei cittadini americani per la situazione economica

²⁴ <http://www.financialtrustindex.org/resultswave2.htm>

²⁵ <http://www.financialtrustindex.org/resultswave7.htm>

del tempo, aveva anche catturato la speranza di questi di un'imminente ripresa del sistema finanziario facendo salire la fiducia al 27%²⁶.

L'ultima wave disponibile è la numero 21 che risale al primo trimestre del 2014 e mostra un livello di fiducia generale stabile al 24%²⁷.

1.7.3 UN CONFRONTO TRA I DUE METODI

Alcuni ricercatori si sono interrogati su quale sia la metodologia migliore per arrivare a determinare correttamente il livello di fiducia di un campione di persone. Ad esempio, Glaeser et al. (2000) nel loro studio "*Measuring Trust*" hanno somministrato ad un campione di 189 studenti di economia di Harvard inizialmente un questionario che riportava le tipiche domande sulla fiducia che si ritrovano nei sondaggi standard (GSS o WVS, vedi paragrafo 1.7.2) e successivamente hanno fatto partecipare questi studenti al Trust Game, con lo scopo di ricercare quale metodologia riesca a misurare meglio l'elemento fiducia e le tendenze ad essa correlate. Sono arrivati alla conclusione che le domande dei sondaggi standard sulla fiducia non sembrano misurare la fiducia ma la "*trustworthiness*" (l'affidabilità), che è una componente del capitale sociale. Di conseguenza, dal loro punto di vista, la maggior parte dei lavori che utilizzano queste domande dovrebbero essere in qualche modo reinterpretati e se future sperimentazioni vorranno misurare la fiducia includendo domande sul comportamento fiduciario tenuto in passato degli intervistati, dovrebbero prima sviluppare e validare empiricamente queste domande. Al contrario, ritengono che gli esperimenti forniscano delle osservazioni dirette sul comportamento poiché misurano le preferenze, le propensioni comportamentali e altri attributi dei soggetti analizzati.

Perciò con questo lavoro Glaeser et al. sperano di aver dimostrato il valore che deriva dall'utilizzo congiunto di domande e esperimenti: dal loro punto di vista utilizzando entrambe le metodologie è possibile determinare le correlazioni socio-economiche tra gli

²⁶ <http://www.financialtrustindex.org/resultswave18.htm>

²⁷ <http://www.financialtrustindex.org/resultswave21.htm>

attributi degli individui che si vogliono studiare e allo stesso tempo verificarne la validità.²⁸

Anche Ermisch et al. (2009) si esprimono in merito sostenendo che dal loro punto di vista le risposte alle domande proposte nei sondaggi sono spesso difficili da valutare perché troppo generiche per la maggiore, ossia non rivelano né il gruppo di riferimento né i tipi di azione che gli intervistati hanno in mente nel momento in cui rispondono alla domanda. Quindi non si sa se la fiducia che gli individui ripongono negli altri sia una attitudine idiosincratICA, una credenza o una reazione all'affidabilità presente in quel momento storico e di conseguenza non c'è la certezza che il livello di fiducia risultante dagli studi che utilizzano tale metodo di raccolta dati, rifletta del tutto il livello di fiducia effettivamente presente tra gli individui.

²⁸ (P. 841) Glaeser E., Laibson D., Scheinkman J., Soutter C. (2000), *Measuring Trust*, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 115, No. 3, pp. 811-846

CAPITOLO 2

LA FIDUCIA E LA CONSULENZA FINANZIARIA

2.1 INTRODUZIONE

Il risparmiatore non sempre valuta positivamente la possibilità di gestire in modo attivo il proprio patrimonio impiegandolo in prodotti finanziari, al contrario spesso preferisce tenere i propri capitali disinvestiti. Le motivazioni che lo tengono lontano dal mercato finanziario possono essere molteplici, come ad esempio scarse conoscenze di finanza, pregresse esperienze di investimento negative, oppure mancanza di fiducia verso il sistema e le istituzioni che vi appartengono (Guiso, Sapienza, Zingales, 2008).

In particolare, la decisione di effettuare un investimento azionario prevede che il risparmiatore metta in pratica una preventiva fase di ricerca e analisi dei dati presenti nel mercato per valutare la convenienza delle varie opzioni di investimento, in modo da indirizzare la scelta su quella più adeguata alle sue aspettative. Ma nel fare queste valutazioni il risparmiatore può scontrarsi con delle problematiche che influiscono negativamente sulla buona riuscita del processo di investimento. Tali problematiche possono essere collegate a delle trappole psicologiche e cognitive che subentrano nella scelta e che portano l'individuo verso prodotti finanziari troppo rischiosi o non adeguati alle sue aspettative. L'investimento che nasce con queste premesse può sfociare in un fallimento e può portare con sé ingenti perdite e conseguente avversione verso l'impiego del capitale in prodotti finanziari.

Dato che la gestione autonoma del patrimonio finanziario può risultare problematica, un valido aiuto per superare il problema arriva dalla consulenza finanziaria. Infatti, il consulente si propone come guida per il risparmiatore nel processo di investimento, aiutandolo a superare gli errori cognitivi che questo compie e cercando di indirizzarlo verso investimenti adeguati alle sue aspettative di remunerazione e di rischio. Per far sì

che ciò avvenga, il consulente deve lavorare attivamente per creare un rapporto di fiducia con il risparmiatore. Se il cliente ha fiducia nel professionista si sente più sicuro nel processo di investimento e quindi impiega più capitali in prodotti finanziari, riesce a superare la diffidenza verso il sistema finanziario e le sue istituzioni e anche la sua avversione al rischio diminuisce portandolo ad inserire nel proprio portafoglio attività più rischiose ma anche più profittevoli.

Non sempre, però, il consulente ha come unico fine il benessere finanziario del cliente: può capitare che il consulente sia soggetto a conflitti di interesse derivanti dai rapporti con la banca da cui dipende (nel caso di consulente finanziario dipendente) o da rapporti con altre fonti, come ad esempio i fondi comuni di investimento (poiché vendono un predeterminato stock di azioni a tutte le organizzazioni di vendita di prodotti finanziari che si troveranno a rivenderle ai propri clienti prima di altre tipologie di azioni, vedi paragrafo 2.2.2) con la conseguenza che il consulente è sollecitato alla vendita di alcune tipologie di prodotti a discapito di altre che magari sarebbero più adeguate al profilo del proprio cliente. Oppure, può avere incentivo ad assecondare le credenze dell'investitore che magari vuole acquistare asset caldi e molto rischiosi invece che sconsigliarlo, poiché da questi investimenti ottiene in cambio una maggiore remunerazione e riduce la possibilità che il cliente lo abbandoni per un manager più performante.

In questo capitolo si approfondiranno le tematiche citate con lo scopo di studiare sotto vari punti di vista il rapporto tra consulente e investitore finanziario. Si metterà in luce l'importanza della figura del consulente per l'avvicinamento dei risparmiatori al mercato finanziario e dell'elemento fiducia, ingranaggio fondamentale perché la relazione tra i due soggetti sia forte e duratura, senza però dimenticare di analizzare anche tutte quelle problematiche che derivano dal potenziale conflitto di interesse a cui è soggetto il professionista.

2.2 LE TRAPPOLE PSICOLOGICHE E COGNITIVE NELLE DECISIONI DI INVESTIMENTO

2.2.1 LA DECISIONE DI INVESTIMENTO

La decisione di investimento è per l'individuo un'operazione molto difficile perché egli si trova a dover effettuare una scelta su degli eventi aleatori che si verificheranno nel futuro. Questa decisione può essere divisa in tre fasi²⁹:

- acquisizione delle informazioni
- elaborazione delle informazioni
- emissione di un giudizio probabilistico sugli esiti possibili e le rispettive probabilità

Se già il primo step può risultare difficoltoso a causa delle asimmetrie informative esistenti nel mercato tra emittenti e operatori, l'elaborazione dei dati raccolti e la costruzione di un giudizio probabilistico sui possibili esiti dell'investimento diventano quasi impossibili per l'aspirante investitore. Questo è dovuto al fatto che gli individui presentano dei limiti cognitivi che non gli consentono di elaborare correttamente un numero elevato di informazioni. Per supplire a queste mancanze l'uomo ricorre alle *euristiche*, cioè regole e condotte operative che servono per risolvere in modo semplice problemi complessi (Rumiati, 1990).

Le euristiche, quindi, sono fondamentali per l'uomo nel processo di scelta poiché agiscono come "guida" nel momento in cui questo si trova a dover analizzare una gran numero di dati (che per natura non riuscirebbe ad elaborare) permettendogli di filtrare e selezionare le informazioni in suo possesso e di arrivare a una decisione. Ciò consente all'individuo di agire con reattività e rapidità, anche se non è detto che quanto deciso sia del tutto razionale e ottimizzante, anzi, la maggior parte delle volte le euristiche conducono l'uomo ad errori cognitivi.

²⁹ Rigoni U. (2006), *"Finanza comportamentale e gestione del risparmio"*, Giappichelli, Torino

2.2.2 LE EURISTICHE: UNA TRAPPOLA PSICOLOGICA

La funzione delle euristiche è quella di ridurre il carico cognitivo nella fase decisionale a beneficio della velocità di reazione ma ciò porta l'individuo a vedere il problema in modo schematizzato o addirittura parziale, con la conseguenza che, spesso, la decisione finale potrebbe essere non adeguata o addirittura sbagliata. Prendendo in considerazione questi errori cognitivi risulta più semplice dare una spiegazione del perché nel mondo nella finanza si assista a delle scelte di investimento distorte o contrarie all'interesse del soggetto che le mette in atto.

Diversi studi sul tema furono condotti da Kahneman e Tversky e riportati nell'articolo "*Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*" del 1974. Essi, in particolare, riconoscono tre principali *errori nei processi cognitivi* degli individui³⁰, che vengono descritti dalle seguenti euristiche:

1. *l'euristica della disponibilità*: entra in gioco nel momento in cui l'individuo, che deve decidere su un evento aleatorio, si trova a dover analizzare un gran numero di dati per arrivare ad una scelta. In questo contesto, il giudizio verrà condizionato da quelle informazioni che con più facilità l'individuo riuscirà a richiamare alla mente, ossia quelle più intuitive, più frequenti o cognitivamente più semplici, mentre tutte le altre, che l'individuo percepirà come più astratte, saranno considerate da lui come meno importanti e subordinate alle prime nel processo di scelta. Facilmente immaginabile è che questo limite mentale porti spesso a degli errori di valutazione, perché una valutazione razionale dovrebbe, invece, prendere in esame tutte le informazioni a disposizione su un dato evento aleatorio in egual misura.
2. *l'euristica della rappresentatività*: è un errore facilmente riscontrabile nella "fase di elaborazione delle informazioni". L'individuo coinvolto in un processo di scelta, se si trova ad analizzare un elevato numero di informazioni per arrivare ad un giudizio finale, non essendo cognitivamente in grado di elaborarle tutte userà l'euristica della rappresentazione per arrivare più facilmente ad una decisione,

³⁰ Kahneman D., Tversky A. (1974), *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Science, New Series, Vol. 185, N. 4157., p. 1124-1131.

ossia paragonerà il problema oggetto di valutazione a delle situazioni a lui familiari o a delle credenze in lui radicate che userà come tendenze per descrivere il probabile andamento futuro del problema. In altre parole si formeranno nella mente dell'individuo una serie di "categorie" che racchiudono al loro interno degli eventi aleatori simili tra di loro di cui l'individuo ha avuto esperienza in passato e verranno usate come paragone da questo nelle decisioni che deve prendere sugli eventi aleatori futuri. Ciò porta alla nascita di errori perché non è detto che eventi passati simili riproducano effettivamente le caratteristiche essenziali del caso su cui il soggetto deve esprimere il giudizio;

3. *l'euristica dell'ancoraggio*: è facilmente riscontrabile in tutte quelle situazioni in cui "le persone effettuano delle stime partendo da una valutazione iniziale che viene poi aggiustata per raggiungere la risposta finale" (Kahneman e Tversky, 1974)³¹.

In altre parole, può capitare che durante il processo di scelta gli individui partano da una credenza iniziale sull'evento aleatorio e che rimangano ancorati a questa per tutta la fase decisionale, pur aggiustandola e revisionandola in base a nuove informazioni raccolte. L'errore sorge perché è difficile che gli aggiustamenti apportati siano sufficienti ad eliminare l'influenza dell'assunto iniziale sull'individuo e di conseguenza sulla decisione finale.

Con il passare degli anni anche altri autori hanno cercato di dare un contributo al tema cercando di ampliare l'elenco dei fattori che portano al fallimento della decisione perfettamente razionale in capo all'uomo. Come esempio si possono citare Slovic, Finucane, Peters, e MacGregor (2002)³² che hanno studiato la c.d. *euristica dell'affetto*, ossia quella condotta operativa che permette alle emozioni di influire inconsciamente sul processo decisionale degli individui.

Gli errori cognitivi che derivano dall'utilizzo delle euristiche nella risoluzione di problemi complessi, vengono definiti in letteratura anche con il nome di *bias*. I *bias* risentono

³¹(P.1128) Kahneman D., Tversky A. (1974), *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Science, New Series, Vol. 185, N. 4157., p. 1124-1131.

³² Slovic P. et al. (2002), *Rational actors or rational fools: implications of the affect heuristic for behavioral economics*, Journal of Socio-Economics 31 329-342

fortemente dei pregiudizi (da cui il nome) presenti nella mente degli individui e vanno a influenzare le loro decisioni di investimento; alcuni di questi possono essere:

- *l'overconfidence*: errore cognitivo che può essere ricondotto alle euristiche della rappresentatività e dell'ancoraggio. L'overconfidence nasce dall'eccessiva sicurezza che l'individuo ripone nelle sue conoscenze e nell'affidabilità delle sue scelte. La problematica che deriva dal fenomeno dell'overconfidence è il fatto che nel momento in cui questo si trova a dover prendere una decisione su un evento incerto l'eccessiva fiducia nelle sue capacità di analisi del fenomeno lo portano a determinare l'esito dell'evento con troppa certezza senza tenere in adeguata considerazione le possibili conseguenze negative. Quindi, caratteristica dell'overconfidence è il fatto che "favorisce una sottostima dei rischi³³" e può essere riscontrata anche in soggetti con esperienza professionale.
- *l'underconfidence*: è quel fenomeno comportamentale che presenta caratteristiche opposte a quelle appena descritte. L'individuo che presenta underconfidence riesce ad arrivare con più fatica ad una decisione su un evento incerto perché mostra una scarsa fiducia nella sua capacità di analisi e di previsione. Anche l'underconfidence è un errore cognitivo che può essere ricondotto all'euristica della rappresentatività.

Per una trattazione esaustiva di tutti i bias comportamentali si può fare riferimento a Rigoni e Gardenal (2016).

2.2.3 IL LIVELLO DI ALFABETIZZAZIONE FINANZIARIA: UNA TRAPPOLA COGNITIVA

Errori nelle scelte di investimento possono derivare anche da una scarsa educazione finanziaria. La letteratura dimostra che individui con un basso livello di conoscenza del mercato e dei prodotti finanziari corrono un rischio più elevato di prendere decisioni di investimento sbagliate.

Come esempio si possono citare autori come Agarwal, Driscoll, Gabaix, e Laibson (2009) che affermano che gli individui con un minor livello di alfabetizzazione finanziaria

³³ (P.10) Rigoni U. (2006), "Finanza comportamentale e gestione del risparmio", Giappichelli, Torino

(solitamente i giovani, i poveri, le persone con un basso livello di istruzione, gli anziani) sono più propensi a commettere errori in questo campo. In particolare corrono il rischio di contrarre maggiore debito, pagare tassi di interessi su mutui più elevati, impiegare parte del proprio patrimonio in portafogli poco diversificati e altamente rischiosi (van Rooij et al. 2011), con la conseguenza che si trovano spesso a mettere a rischio i risparmi accumulati. Anche Lusardi e Mitchell (2014) sono concordi sull'importanza della conoscenza economica per gli individui, mostrando che una scarsa conoscenza finanziaria facilita la possibilità di cadere vittima di imbrogli, portando, a sostegno di ciò, alcuni sondaggi condotti sul tema che segnalano gli anziani come maggiori vittime di truffe economiche perché presentano scarsa esperienza finanziaria e discreti asset da impiegare³⁴.

Risulta chiaro che la mancanza di un'adeguata educazione sul tema, porti gli individui ad arrivare a scelte poco sagge quando affrontano decisioni di investimento (Calvet, Campbell e Sodini 2007) o, altrimenti, a desistere del tutto dall'impiego di denaro in prodotti finanziari di cui non comprendono il funzionamento (van Rooij et al. 2011), tutte conseguenze negative che alla fine vanno a riversarsi sull'economia generale di un paese.

2.3 LA CONSULENZA COME MEZZO PER RIDURRE LE COMPLESSITA' NELLA DECISIONE DI INVESTIMENTO

Da quanto riportato nei precedenti paragrafi risulta evidente che gli individui da soli difficilmente riescono a gestire in modo efficiente le proprie scelte di investimento. Le fonti da cui possono ricevere spunti per aggiustare e indirizzare le loro decisioni finanziarie sono molteplici: coloro che hanno una bassa alfabetizzazione hanno maggiori probabilità di fare affidamento su famiglia e amici a cui chiedono consigli per la gestione del patrimonio (van Rooij et al. 2011), altri possono subire influenze da campagne pubblicitarie o dai media (Mullainathan, Noeth e Schoar, 2012).

³⁴ (P. 22) Lusardi M., Mitchell O. (2014), *The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence*, Journal of Economic Literature, 52(1), 5-44

Ma una tra le più importanti fonti da cui l'investitore può farsi guidare nel processo di impiego dei capitali è il consulente finanziario.

In letteratura sono presenti molti studi che sostengono che la consulenza finanziaria possa essere un valido mezzo per ridurre i comportamenti economici errati degli individui; infatti, è meno probabile che i consulenti si facciano condizionare da bias comportamentali quando gestiscono un portafoglio altrui e mostrano un grado più elevato di alfabetizzazione finanziaria (Hackethal, Haliassos e Jappelli 2012).

Ad esempio, Campbell e Viceira (2003) dimostrano che il consulente potrebbe aiutare il cliente a moderare quell'esagerata attività di scambio di titoli che viene messa in atto dal secondo quando presenta un'eccessiva *overconfidence* nelle proprie capacità e nella precisione delle proprie conoscenze finanziarie. Senza un adeguato indirizzo tale comportamento porterebbe a una minore resa dell'investimento perché i guadagni vengono intaccati da elevate spese di transazione (Oden,1999). Oppure altra tendenza comportamentale negativa riscontrabile nelle scelte degli investitori individuali e che viene facilmente controllata dal consulente finanziario può essere la seguente: la scelta di negoziare titoli sulla base di criteri errati, come ad esempio ponendo il focus solo sull'andamento dei rendimenti passati o sui prezzi di riferimento o sulla dimensione del guadagno e della perdita del periodo di partecipazione (Grinblatt e Keloharju, 2001).

Perciò il consulente finanziario offre un aiuto all'investitore per superare tutte quelle trappole psicologiche e cognitive trattate in precedenza che rendono il processo di investimento difficoltoso e problematico per l'individuo.

Hackethal, Haliassos e Jappelli (2012), riconoscendo sia il potenziale vantaggio informativo sia il potenziale contributo che gli investitori professionali portano nel controllo dei pregiudizi comportamentali e nella correzione degli errori di investimento, avvalorano la tesi effettuando un confronto diretto tra i rischi/rendimenti derivanti da un portafoglio gestito individualmente rispetto a quelli derivanti da un portafoglio gestito da un consulente: i risultati dell'esperimento mostrano che gli individui che si affidano ad un

consulente finanziario ottengono maggiori rendimenti, minore rischio sistematico e non sistematico, minori perdite e maggiore diversificazione³⁵.

2.3.1 LA CLIENTELA DEL CONSULENTE

Nel medesimo studio, Hackethal, Haliassos e Jappelli (2012) cercano anche di delineare quali sono le tipologie di persone che con maggiore possibilità ricercano il servizio di consulenza finanziaria. Sugeriscono che la clientela tipo può essere suddivisa in due principali categorie: la prima ricomprende l'investitore piccolo, quello molto giovane e con poca esperienza, che cerca nel consulente una guida da cui ricevere informazioni finanziarie e che lo aiuti a evitare errori nel processo di investimento così da riuscire a incrementare i risultati positivi e azzerare quelli negativi; la seconda si compone di investitori più anziani, più ricchi e spesso con maggiore esperienza che richiedono il supporto della consulenza finanziaria perché non hanno il tempo adeguato per dedicarsi adeguatamente alla gestione del proprio portafoglio oppure perché cercano di ottenere migliori rendimenti anche a costo di assumersi qualche rischio in più.

Con lo scopo di indagare nello specifico le caratteristiche distintive dei risparmiatori che ricercano la figura del consulente come supporto ai loro investimenti, i due autori effettuano uno studio su un campione di individui utilizzando il modello probit (modello di regressione binaria). Le variabili analizzate sono il sesso, l'età, lo stato civile, l'esperienza, la partecipazione al voto il livello di istruzione e l'inquadramento occupazionale.

I risultati di questa analisi mostrano che un individuo lavoratore autonomo, con assodata esperienza in prodotti finanziari e con età superiore ai 50 anni presenta un'alta probabilità di affidarsi ad un consulente finanziario per la gestione del proprio patrimonio. La probabilità di rivolgersi ad un consulente finanziario diminuisce se l'individuo è di sesso maschile e se è sposato.

Regioni con una maggiore concentrazione di persone laureate o diplomate presentano una bassa percentuale di ricorso alla consulenza finanziaria e similmente quelle che

³⁵ (P.15) Hackethal A., Haliassos M., & Jappelli T. (2012), *Financial advisors: A case of babysitters?* Journal of Banking and Finance, 36(2), 509–524.

hanno un alto tasso di partecipazione al voto. Gli autori cercano di spiegare questa tendenza negativa supponendo che le persone residenti in tali aree non si avvalgono di un consulente perché hanno maggiori possibilità di avere dei vicini istruiti da cui possono trarre informazioni finanziarie.

In conclusione, l'analisi condotta da Hackethal, Haliassos e Jappelli mostra che gli individui che maggiormente ricercano una consulenza in ambito finanziario sono gli investitori più anziani, con un buon livello di esperienza e ricchezza, single e di sesso femminile, ossia coloro che hanno pochi incentivi a spendere molto tempo nella gestione degli investimenti e che cercano nuove e diverse strategie di investimento con lo scopo di raggiungere rendimenti maggiori rispetto quelli che invece otterrebbero gestendo il loro patrimonio autonomamente.

In questo contesto, secondo gli autori, i consulenti possono essere paragonati ai babysitter: i babysitter vengono assunti da famiglie agiate e svolgono un servizio per il quale i genitori pagano anche se potrebbero farlo meglio da soli, ma osservando i risultati che ottengono i bambini seguiti da un babysitter si nota che spesso tali risultati sono migliori di quelli che vengono ottenuti da bambini non seguiti da un babysitter perché nel primo caso entra in gioco una serie di fattori che apportano un contributo favorevole³⁶.

2.4 IL POTENZIALE CONFLITTO DI INTERESSI DEL CONSULENTE

Una problematica da non sottovalutare quando si analizza il rapporto tra consulente finanziario e investitore è la possibilità che il primo sia soggetto a conflitti di interesse nell'esercizio della professione. Infatti, può capitare che il consulente finanziario, pur conoscendo ciò che è bene per il cliente, abbia degli incentivi ad offrirgli delle soluzioni di investimento non del tutto adeguate alla sua situazione finanziaria, approfittandosi delle poche conoscenze che l'individuo detiene sulla materia per cui richiede la consulenza. Inderst e Ottaviani (2009) chiamano questa discutibile pratica del venditore "*misselling*" e la descrivono come l'azione che porta l'agente alla vendita di un prodotto subottimale,

³⁶ (P.2) Hackethal A., Haliassos M., & Jappelli T. (2012), *Financial advisors: A case of babysitters?* Journal of Banking and Finance, 36(2), 509–524.

ossia un prodotto che potrebbe non corrispondere alle esigenze specifiche del cliente e che andrebbe a ridurre la performance di portafoglio. Questo accade perché i consulenti finanziari, nello svolgimento della loro professione, sono soggetti a conflitti di agenzia che derivano dal fatto che, mentre gestiscono il patrimonio del cliente, sono anche sollecitati da altre fonti alla vendita di alcune tipologie di prodotti a discapito di altre.

Hackethal et al. (2012) cercano di studiare il fenomeno del conflitto di interesse in capo alle due differenti tipologie di consulenza offerte dal mercato: quella dipendente e quella indipendente. A seguito di una analisi sull'argomento, affermano che le differenze negli incentivi a cui vengono sottoposti i due tipi di agenti non sono molto pronunciate. A sostegno di ciò riportano l'esempio dei fondi comuni di investimento: i "carichi anticipati"³⁷ dei fondi comuni di investimento che devono essere acquistati dalle organizzazioni di vendita di prodotti finanziari, sono tipicamente fissati dal gestore del fondo comune e sono identici per tutte le organizzazioni. Perciò, entrambe le tipologie di consulenti avranno incentivo a vendere questi prodotti finanziari concordati con il fondo comune, anche se non sono del tutto ottimizzanti. D'altro canto, però, gli autori sottolineano che il consulente indipendente presenta il vantaggio di non essere sottoposto agli obiettivi di vendita e ai vincoli che le banche impongono ai propri dipendenti in merito ai prodotti che questi possono offrire alla clientela. Infatti, molte banche non solo limitano la gamma di prodotti che i loro consulenti possono offrire agli investitori, ma anche incentivano a consigliare acquisti su fondi o prodotti finanziari della banca stessa o di una delle sue controllate. In definitiva, gli autori concludono dicendo che è più forte la probabilità che si ottengano rendimenti subottimali quando ci si avvale di un consulente dipendente invece di uno indipendente³⁸.

Poiché l'aspettativa di *misselling* riduce la disponibilità della clientela ad affidarsi a società di consulenza finanziaria, queste possono supplire al problema dettando degli standard interni di vendita che tutelino i clienti, diminuiscano gli incentivi e aumentino la trasparenza.

³⁷ (P.26) Hackethal A., Haliassos M., & Jappelli T. (2012), *Financial advisors: A case of babysitters?* Journal of Banking and Finance, 36(2), 509-524

³⁸ (P.26) Hackethal A., Haliassos M., & Jappelli T. (2012), *Financial advisors: A case of babysitters?* Journal of Banking and Finance, 36(2), 509-524

Importanti passi in avanti sono stati fatti parallelamente anche dalla normativa di settore che, soprattutto negli ultimi anni, ha mostrato un'attiva produzione legislativa volta a garantire la tutela degli investitori e avente il fine di incentivare la partecipazione di questi al mercato finanziario (vedi MiFID II, Paragrafo 3.6.2)

In conclusione, la presenza di *misselling* nel rapporto tra consulente e investitore finanziario è un problema che non deve essere sottovalutato dagli operatori del settore, poiché porta l'individuo a considerare negativamente la possibilità di delegare a terzi la gestione del proprio patrimonio mentre la consulenza in materia di investimenti, come mostrato in questi paragrafi, risulta essere un valido aiuto per incentivare la partecipazione al mercato dei risparmiatori e per guidarli verso un più sicuro e corretto approccio all'investimento.

La creazione di un rapporto stretto e duraturo tra consulente e investitore che si basi sulla fiducia reciproca potrebbe essere una soluzione per diminuire la diffidenza che il cliente sente nei confronti del primo e delle istituzioni finanziarie in generale. Questo legame fiduciario deve essere coltivato e mantenuto nel tempo dal consulente che deve mostrarsi al risparmiatore come una fedele guida che lo accompagna nel processo di investimento, lo protegge dalle insidie che il mercato finanziario nasconde e gli permette di raggiungere rendimenti maggiori di quelli che potrebbe ottenere autonomamente.

2.5 LA FIDUCIA NEL CONSULENTE: I BENEFICI E I RISCHI CHE DERIVANO DA QUESTO RAPPORTO

Nei precedenti paragrafi si è arrivati alla conclusione che la consulenza finanziaria porta al risparmiatore molti benefici aiutandolo a superare i pregiudizi e prevenendo gli errori che questo compie nel processo di investimento, ma allo stesso tempo presenta anche alcune criticità.

Infatti la letteratura ritiene che il consulente finanziario pur facendo ottenere al cliente maggiori rendimenti di quelli che da solo potrebbe ottenere grazie ad una gestione più razionale e sicura del patrimonio, tali rendimenti ottenuti con l'ausilio della consulenza sono comunque sottoperformanti rispetto a quelli che l'investitore otterrebbe se investisse autonomamente in maniera razionale e in assenza di errori cognitivi. Il motivo

di ciò sta nel fatto che i rendimenti derivanti da un portafoglio gestito vengono abbassati da due componenti: dalle commissioni che il consulente trattiene per il suo lavoro e dalla possibilità che, a causa di conflitti di interesse, i prodotti finanziari proposti al cliente non siano del tutto ottimali per lui. Molti studiosi sono concordi su questo assunto, come ad esempio Hackethal et al. (2012) citati nel precedente paragrafo, o Chalmers and Reuter (2012) che affermano che in media un portafoglio gestito rende meno di uno gestito autonomamente dal cliente di circa lo 0,89 %.

Considerando anche queste criticità, come mai la consulenza finanziaria viene proposta come una delle migliori soluzioni ai problemi di investimento degli individui? Ci sono studi che propongono anche degli approcci alternativi per aiutare i risparmiatori a rendere più efficiente la gestione del patrimonio: Xu e Zia (2012) vedono la soluzione nell'aumento degli investimenti in programmi educativi per innalzare il livello di alfabetizzazione finanziaria degli individui: ciò porterebbe oltre che ad un avvicinamento della popolazione al mercato anche ad una migliore capacità di impiego dei capitali in capo a questi; Mitchell e Utkus (2012), studiando il problema delle importanti scelte di investimento che vengono lasciate nelle mani dei cittadini americani nel momento in cui devono costruirsi i piani pensionistici a contribuzione definita o "Dc plans"³⁹, suggeriscono come soluzione l'utilizzo di investimenti di default, come i fondi target-date, spostando in tal modo la scelta di investimento dal lavoratore al datore di lavoro che decide il menù dei prodotti finanziari che compongono questi fondi.

Ma ciò che rende preferenziale tra tutte le alternative possibili la soluzione di affidare il patrimonio ad un consulente finanziario è il fatto che questo, come affermano Gennaioli, Shleifer, e Vishny (2015), non offre ai clienti solamente la prospettiva di rendimenti migliori, ma offre anche altri vantaggi come l'affidabilità, l'esperienza e la tranquillità. Il consulente deve persuadere il cliente e creare con lui un rapporto personale e

³⁹ I *piani a contribuzione definita*, noti anche come conti 401(k) o "Dc plans", sono programmi di pensionamento che vengono offerti dalle società ai propri dipendenti e che consentono a quest'ultimi di dedurre dal reddito imponibile cifre determinate per investirle in prodotti finanziari come ad esempio bond e azioni. Le società che offrono conti 401(k) sono responsabili della selezione della tipologia di prodotti finanziari che vengono offerti in questo tipo di investimento. (Nicola Borzi (2002), "Enron, ovvero: come ti affondo il fondo pensione", ilsole24ore.com; Mitchell e Utkus (2012))

comunicativo, insomma deve conquistare la *fiducia* della controparte per fare in modo che questa si senta al sicuro affidandogli la gestione del proprio portafoglio.

In particolare, gli studiosi riconoscono l'esistenza di due tipi di fiducia nel rapporto consulente-investitore: la prima è la fiducia che il cliente ripone nel consulente per superare la paura di subire "espropriazioni o furti"⁴⁰ nel momento in cui affronta il mercato finanziario, la seconda, invece, è quella fiducia che permette al cliente di eliminare l'"ansia" che deriva dal processo di investimento e di gestire in tranquillità e con più profitto il patrimonio. Di seguito verrà proposta una analisi più approfondita di questi temi.

2.5.1 LA FIDUCIA NEL CONSULENTE PER SUPERARE LA PAURA DI ESSERE "IMBROGLIATI"

Guiso, Sapienza e Zingales (2008) descrivono la fiducia come "*la soggettiva probabilità che gli individui assegnano alla possibilità di essere imbrogliati*"⁴¹.

Secondo gli autori, se i risparmiatori percepiscono un'elevata probabilità di cadere vittima di truffe approcciandosi al sistema finanziario saranno portati a dubitare di tutte le informazioni che ottengono dal mercato e, di conseguenza, si verificherà un loro progressivo allontanamento da questo. Inoltre, il continuo aumento della varietà e della complessità dei prodotti finanziari disponibili innalza la percezione di rischiosità in capo agli investitori, soprattutto in quelli che hanno minori conoscenze finanziarie.

Per supplire a questa diffidenza verso il mercato e alla conseguente paura di scegliere un investimento errato ed essere defraudati del capitale impiegato, alcuni soggetti si rivolgono ad un consulente finanziario nel quale decidono di riporre la fiducia nella speranza che li aiuti a identificare, tra la vasta gamma di prodotti finanziari esistenti, quelli più sicuri e idonei alle loro preferenze ed esigenze. Quindi, in questo contesto, il consulente finanziario è la figura che viene ricercata dall'investitore per aiutarlo a superare le incertezze derivanti dal mondo finanziario e affrontare in modo sicuro il processo di investimento.

⁴⁰ (P.92) Gennaioli, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (2015), *Money Doctors*. The Journal of Finance, LXX

⁴¹ Guiso L., Sapienza P., Zingales L. (2008), *Trusting the stock market*, Journal of Finance 63, 2557-2600

Nella letteratura sono presenti studi che analizzano da questa prospettiva il tema della fiducia nel consulente e come esempio si può citare quello condotto nel 2011 da Georgarakos e Inderst. I due autori affermano che il consiglio di un professionista in materia di investimenti viene ricercato maggiormente da quelle persone che hanno poca sofisticatezza con il mercato e che, a causa della sfiducia che ripongono nelle istituzioni finanziarie, sono indecise se impiegare i loro capitali o tenerli disinvestiti. Mentre gli individui che hanno maggiore esperienza in tale ambito o che hanno meno fiducia nella consulenza non sentono necessario l'ausilio di un consiglio finanziario per decidere se impiegare il proprio patrimonio in prodotti finanziari. A supporto di questa tesi i due autori propongono un sondaggio ad un campione di famiglie in 15 paesi europei: i risultati dimostrano che la fiducia nella consulenza finanziaria sia la chiave determinante per incentivare gli individui con una ridotta conoscenza finanziaria a investire nel mercato⁴². Coloro che detengono, invece, maggiore esperienza e istruzione in campo finanziario hanno un minor bisogno di affidarsi all'elemento fiducia poiché riescono a comprendere autonomamente i meccanismi che regolano la contrattazione finanziaria e la loro propensione a detenere degli asset rischiosi dipenderà solamente da quanto nel mercato finanziario vengono tutelati i loro diritti di consumatori.

2.5.2 LA FIDUCIA NEL CONSULENTE PER RIDURRE L' "ANSIA" DA INVESTIMENTO

Gennaioli, Shleifer e Vishny (2015) si concentrano su un altro aspetto dell'elemento fiduciario che lega consulente e investitore: la fiducia nel consulente per una gestione più serena e più redditizia del patrimonio.

A differenza di prima il risparmiatore non ha paura di subire frodi investendo il proprio denaro in prodotti finanziari perciò il consulente non funge da mezzo per avvicinare l'individuo, poco fiducioso nel sistema, al mercato; in questo caso, il risparmiatore, avendo già intenzione di impiegare il proprio patrimonio, si affida ad un consulente perchè vuole ottenere, con l'ausilio del professionista, una gestione più redditizia dei suoi capitali e,

⁴² (P.26) Georgarakos D., Inderst R. (2011), *Financial advice and stock market participation*, European Central Bank Working paper 1296

inoltre, spera di ridurre il rischio di scegliere una soluzione finanziaria inadatta alla sua situazione, eliminando così le preoccupazioni che derivano dalla gestione del portafoglio. Gli autori stessi esprimono il concetto in questo modo: *“molti risparmiatori che investono in fondi comuni probabilmente non hanno paura che i loro soldi verranno rubati; piuttosto, vogliono sentire di essere in buone mani”*⁴³.

Il tipo di soggetto che sceglie di affidarsi ad un consulente per queste motivazioni potrebbe essere, ad esempio, il lavoratore dipendente che deve scegliere un “Dc Plan” per garantirsi una pensione e si sente maggiormente rassicurato se viene consigliato in questo processo da un esperto di settore; oppure potrebbe essere un milionario che ricerca la consulenza per essere guidato verso investimenti più rischiosi ma con rendimenti più elevati.

Gli autori ritengono, quindi, che per questi soggetti la consulenza diventa un servizio simile alla medicina: come i pazienti cercano il consiglio del medico perché non hanno idea di quali siano le cure adeguate per la loro malattia, similmente molti investitori ricercano un consulente perché non hanno idea di come e dove investire il denaro. E proprio come i medici guidano i pazienti verso la cura più adeguata alla loro malattia, anche i consulenti guidano i risparmiatori nel processo di investimento. Quest’ultimi seguono i consigli del professionista perché hanno fiducia in lui e, una volta creato questo legame, preferiscono rimanere legati ad esso invece di cercare un consulente qualsiasi, seppur ugualmente qualificato⁴⁴.

Una volta che si è instaurato tale rapporto, il cliente preferisce essere seguito negli investimenti solo dal professionista del quale si fida anche a costo di pagare delle commissioni più elevate per avvalersi dei suoi consigli.

Ricordando che i rendimenti dei portafogli gestiti sono minori rispetto a quelli di mercato a causa delle commissioni che il cliente deve come pagamento della consulenza, si noti come i suddetti siano disposti a pagare questo prezzo per avere in cambio una maggiore tranquillità nella gestione del patrimonio, senza contare il fatto che, nella maggior parte dei casi, i ritorni attesi da un portafoglio gestito anche se sottoperformanti sono

⁴³ (P.92) Gennaioli, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (2015), *Money Doctors*. The Journal of Finance, LXX

⁴⁴ (P.92) Gennaioli, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (2015), *Money Doctors*. The Journal of Finance, LXX

comunque maggiori di quelli che il risparmiatore otterrebbe se investisse in autonomia. Infatti, l'investitore affidandosi ad un consulente riesce a impiegare il denaro in asset più rischiosi di quelli che da solo considererebbe, perchè l'affidabilità del consulente rassicura l'investitore facendogli percepire come meno rischiosi i rendimenti di tali asset.

2.5.3 IL RUOLO DELLA BENEVOLENZA E DELL'ESPERIENZA NELLA FIDUCIA DEL CLIENTE

In una ricerca del 2005 Barnett White cerca di studiare quali siano i fattori che possono influenzare l'individuo nell'accettazione del consiglio di un esperto nel momento in cui questo si trova a dover scegliere su eventi che presentano risultato incerto e un elevato grado di importanza per l'individuo, o, come dice l'autrice, quegli eventi caratterizzati da "un'alta posta in gioco".

Essa afferma che, in generale, l'accettazione del consiglio avviene non appena si instaura un legame fiduciario tra individuo ed esperto: l'individuo deve credere che l'esperto abbia abbastanza competenza da essere in grado di consigliare una soluzione adeguata al suo problema (*esperienza*) e che abbia anche a cuore la sua situazione abbastanza da non tenere comportamenti in conflitto di interesse ma che, anzi, agisca per massimizzare il suo benessere (*benevolenza*). Ma come si bilanciano questi due aspetti della fiducia nel momento in cui l'individuo deve decidere se accettare un consiglio su una "*high-stake decision*" (White, 2005)?

Dallo studio condotto l'autrice deduce che più la decisione da affrontare diventa emotivamente difficoltosa più gli individui decidono se affidarsi al consiglio fornitogli basandosi su criteri emotivi invece che su criteri razionali. In particolare, verifica che la persona che si trova nella situazione appena descritta preferisce dare più fiducia ai consigli di un soggetto che si dimostra *benevolo* e empatico nei suoi confronti, rispetto a quelli forniti da un altro che dimostra *competenza* sull'argomento ma maggior distacco dal problema.

All'interno delle decisioni "emotivamente difficili" l'autrice fa rientrare non solo le decisioni che richiedono una scelta tra due alternative ma anche tutte quelle decisioni che richiedono di effettuare una sola scelta rischiosa, quindi, proiettando lo studio

all'argomento trattato in questa tesi, possono essere considerate decisioni emotivamente difficili anche le decisioni di investimento.

Questa tipologia di scelte presentano una caratteristica che le distingue da tutte le altre: provocano nell'individuo il desiderio di minimizzare il più possibile le emozioni negative che derivano dalla decisione (Luce et al., 1999), anche a costo di sacrificare l'accuratezza di questa (Drolet e Luce 2004). Ed è proprio la volontà di evitare le emozioni negative il motivo per cui l'individuo predilige il consiglio di un esperto che si mostra benevolente rispetto a quello di un esperto più competente ma da cui non si sente supportato. Nel momento in cui, invece, i soggetti devono affrontare scelte a basso contenuto emotivo ricercheranno la consulenza di un professionista che presenta un'elevata esperienza sul tema a scapito della benevolenza.

Perciò, anche il consulente finanziario deve tenere in considerazione questi fattori nella costruzione di un rapporto di fiducia con il cliente. Infatti, nel momento in cui l'investitore deve prendere una decisione emotivamente difficile (come può essere quella che riguarda la gestione del proprio patrimonio) secondo la letteratura potrebbe subire influenze positive nell'accettazione del consiglio dall'approccio emotivo che il consulente tiene nei suoi confronti piuttosto che dal livello di esperienza che questo dimostra.

2.5.4 IL CONSULENTE DI FIDUCIA: CORREGGE GLI ERRORI DI INVESTIMENTO O ASSECONDA LE CREDENZE?

Può capitare che l'investitore, guidato dalla sua inesperienza e da bias comportamentali, voglia effettuare investimenti in prodotti nuovi o in asset caldi che ritiene avranno rendimenti elevati in futuro, oppure che il mercato stesso preannuncia come redditizi, ma che in realtà presentano un elevato rischio.

Nel mercato azionario, la corsa all'acquisto di titoli di settori considerati promettenti e in via di sviluppo ha già portato, in passato, al formarsi di bolle finanziarie che poi sono scoppiate non appena si è capito che il settore era stato sovrastimato. Un esempio è la Bolla delle Dot-com degli anni '90 che ha portato ingenti perdite a tutti quegli investitori che avevano investito parte del patrimonio in prodotti finanziari ad essa correlati.

Gennaioli, Shleifer e Vishny (2015) si interrogano su quale sia il ruolo del consulente finanziario in questa situazione: il fidato professionista va a correggere gli errori degli investitori oppure li asseconda nelle loro credenze (anche se rischiose)⁴⁵?

Dallo studio condotto dagli autori risulta che il consulente finanziario ha un forte incentivo ad assecondare le credenze dell'investitore invece che scoraggiarli da assumersi tali rischi. Questo perché assecondando l'investitore il professionista ottiene in cambio una maggiore remunerazione (a investimenti in attività rischiose corrispondono commissioni più elevate) e riduce la possibilità che il cliente lo abbandoni per un manager più performante. Quindi i manager hanno incentivo ad assecondare i desideri dei loro investitori di detenere titoli caldi, anche nel momento in cui si accorgono che il prezzo per questi titoli sta diventando troppo caro e estremamente rischioso.

Gli autori mostrano che questo comportamento dei consulenti ha delle forti implicazioni economiche: in queste situazioni, guidati dall'incentivo di ottenere maggiori profitti e di non subire la concorrenza degli altri professionisti presenti sul mercato, i consulenti si comportano come *noise trader* invece che come investitori razionali con la conseguenza che massicce quantità di capitale vengono investite con la strategia del *noise trading*, contribuendo così alla volatilità dei mercati; inoltre, assecondando l'acquisto di titoli sopravvalutati contribuiscono alla destabilizzazione di questi prezzi e al rischio della formazione di una futura bolla finanziaria⁴⁶. Il risparmiatore non effettuerebbe investimenti così rischiosi se non si sentisse in "buone mani". Perciò, gestire il patrimonio affidandolo al consulente di fiducia diventa una soluzione inefficiente nel momento in cui il professionista, lasciando prevalere i suoi conflitti di interesse, asseconda l'investitore in operazioni troppo pericolose per l'individuo.

Con questo non si vuole confutare quanto detto nei paragrafi precedenti: avere fiducia nella consulenza finanziaria porta con sé indubbi benefici: permette all'individuo di avvicinarsi al mercato e di gestire in modo proficuo e sicuro il suo patrimonio, cosa che probabilmente da solo non riuscirebbe a fare.

⁴⁵ (P.93) Gennaioli, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (2015), *Money Doctors*. The Journal of Finance, LXX

⁴⁶ (P.112) Gennaioli, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (2015), *Money Doctors*. The Journal of Finance, LXX

CAPITOLO 3

EVOLUZIONE STORICA E GIURIDICA DELLA CONSULENZA FINANZIARIA

3.1 INTRODUZIONE

L'ordinamento italiano, similmente a quello comunitario, prevede una normativa per il mercato finanziario molto articolata e in continua evoluzione.

Le fonti preponderanti di questa disciplina sono il *D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria)* e la normativa secondaria.

Il legislatore vide la necessità di creare una disciplina speciale per questa materia poiché la sola legge civilistica sarebbe stata insufficiente a inquadrare tutte le complessità e le sfaccettature che un settore in crescita porta con sé.

Nei mercati finanziari si interfacciano molti soggetti con interessi differenti e spesso contrastanti che, in assenza di una regolamentazione che ne guidi l'agire, possono mettere in atto comportamenti scorretti e non trasparenti che danneggiano non solo gli altri operatori del mercato ma possono anche concorrere a deteriorare l'economia di uno Stato. Inoltre, i prodotti finanziari oggetto di scambio nel circuito finanziario, spesso sono prodotti di non facile comprensione e sono caratterizzati dal fattore *rischio*; molti risparmiatori che entrano in contatto con questi prodotti non hanno le competenze necessarie per comprenderne il funzionamento ed analizzarne il rapporto rischio-rendimento e quindi necessitano di una guida che li accompagni nel processo di investimento. Potrebbero affidarsi a degli intermediari finanziari che forniscono servizi di investimento, ma anche in tal caso si ritroverebbero ad essere in posizione di svantaggio perché gli intermediari potrebbero usufruire dall'asimmetria informativa sussistente nel loro rapporto con il cliente e mettere in atto comportamenti scorretti. È

necessaria, quindi, una legislazione che tuteli il risparmiatore, contraente debole, nel momento in cui decide di investire nel mercato dei capitali.

Il corretto ed efficiente funzionamento del sistema finanziario è interesse non solo privato ma anche pubblico e viene protetto dall'art. 47 della Costituzione⁴⁷.

Di seguito verrà proposta l'evoluzione storica della normativa italiana sul risparmio gestito, a partire dalla nascita del primo investitore istituzionale fino ad arrivare alle modifiche più recenti, con lo scopo di analizzare le regole di comportamento che gli operatori di mercato devono adottare nel rispetto degli investitori che nel mercato finanziario ripongono la fiducia. In particolare si tratterà la disciplina che inquadra la figura del consulente finanziario autonomo e quella dell'ex promotore finanziario (consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede), soggetti che entrano in stretto contatto con il risparmiatore nell'attività di investimento e che spesso potrebbero essere confusi se non si conoscono le fondamentali differenze che li contraddistinguono.

3.2 LO SVILUPPO DELLA NORMATIVA DEL MERCATO FINANZIARIO

3.2.1 LA NASCITA DELLA CONSOB E DEL PRIMO INVESTITORE ISTITUZIONALE

Pur essendo prevista dall'art. 47 della Costituzione, la tutela del risparmio gestito per molti anni non ha avuto una pratica attuazione.

Fu a partire dagli anni '70 che il legislatore decise di introdurre alcune norme che, anche se nate con lo scopo di dare alle imprese delle modalità di finanziamento alternative al finanziamento bancario, indirettamente cominciavano ad inserire nel mercato mobiliare anche alcune tutele per i risparmiatori. Infatti queste norme avevano lo scopo di coinvolgerli attivamente nel mercato dei capitali ma, allo stesso tempo, prevedevano delle modalità di controllo sugli operatori con cui questi venivano in contatto durante il processo di investimento.

⁴⁷ Art. 47 Costituzione: *“La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito. Favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese.”*

Le imprese avevano convenienza ad utilizzare questa nuova modalità di finanziamento dati i costi minori rispetto a quello bancario, ma, con il passare degli anni, ciò portò come conseguenza una sempre maggiore diffusione e offerta di titoli differenti nel mercato che rendevano necessaria una più concreta disciplina di protezione degli investitori.

Come risposta a questa problematica il legislatore introdusse la *legge n. 216 del 1974*, che istituì nel nostro ordinamento la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, c.d. CONSOB. Tale organismo è un'autorità amministrativa indipendente con compiti di vigilanza "sia sull'organizzazione della Borsa sia sullo svolgimento delle relative negoziazioni"⁴⁸ da attuare mediante controlli esterni sugli emittenti azioni al fine di "assicurare trasparenza e correttezza di informazioni per il pubblico degli investitori"⁴⁹.

Rilevante è anche l'introduzione, con questa legge, di una disciplina speciale per le società con azioni quotate, che prevedeva che queste adempissero a maggiori obblighi di trasparenza sia nei confronti della CONSOB che nei confronti dei risparmiatori-investitori, così da renderli partecipi della gestione della società in cui avevano investito o, nel caso non fossero interessati all'amministrazione societaria, la possibilità di detenere azioni patrimoniali con diritto di voto limitato ma con privilegi patrimoniali (inserite per la prima volta con questo decreto nell'ordinamento italiano).

L'unica figura di intermediario disciplinata fino a questo periodo era quella dell'agente di cambio; questa non venne toccata dalla normativa in esame, che lasciò inalterato il monopolio in capo all'agente nelle negoziazioni alle grida e ribadì il divieto di ogni attività diversa da quella di broker.

Fu con la legge del *23 marzo 1983, n. 77* che si assistette all'introduzione nel nostro ordinamento giuridico del primo tipo di investitore istituzionale: il fondo comune di investimento mobiliare aperto.

Questa nuova figura svolge un ruolo fondamentale nello sviluppo di un moderno mercato mobiliare, permettendo la raccolta di grandi masse di risparmio in capo ad un unico

⁴⁸ Renzo Costi, *Il mercato mobiliare*, cit. p. 22

⁴⁹ Filippo Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit. p. 10

intermediario adibito alla sua gestione secondo “*criteri di competenza e di diversificazione degli investimenti*”⁵⁰.

Da ricordare anche che la legge del 1983 ha ampliato il raggio di azione della CONSOB sottoponendo al suo controllo anche attività non direttamente collegate con la Borsa e con il Mercato ristretto (aree vigilate dalla CONSOB prima della legge in esame), quindi tutte quelle attività che sollecitavano investimenti da parte del pubblico risparmio o, in altre parole, la vigilanza della CONSOB veniva estesa a tutto il mercato mobiliare.

3.2.2 LA LEGGE N.1/1991

Altra tappa importante nella regolamentazione del mercato mobiliare è stata l'introduzione della *legge n. 1 del 2 gennaio 1991*, che racchiude la “*Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari*”, conosciuta anche come Legge S.I.M.

Con l'entrata in vigore di questa norma si assiste ad una sistemazione della legislazione riguardante i soggetti operanti sul mercato mobiliare, lo svolgimento delle loro attività e della vigilanza a cui erano sottoposti.

Inoltre si inserisce una disciplina organica sulle società di intermediazione mobiliare e viene portata alla luce la prima caratterizzazione legislativa in Italia dell'attività di consulenza finanziaria (art. 1) e della figura di promotore finanziario (art. 5).

Anche se l'attività di promozione e consulenza possono sembrare simili ed essere confuse, sono di fatto due attività diverse. Mentre l'attività di promozione si occupa di vendita di prodotti finanziari per conto di S.I.M. o banche, quella di consulenza finanziaria viene intesa come “attività di consiglio” al risparmiatore su come investire il proprio denaro in servizi e altre attività di investimento.

Nella legge in esame, la consulenza viene inserita tra le “attività di intermediazione mobiliare” (*lettera e) comma 1, art. 1*)⁵¹ e di conseguenza poteva essere svolta, previo

⁵⁰ Filippo Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit. p. 25

⁵¹ Art. 1, legge 1/1991 “Per attività di intermediazione mobiliare si intende:

a) negoziazione per conto proprio o per conto terzi, ovvero sia per conto proprio che per conto terzi, di valori mobiliari;

rilascio di un'apposita autorizzazione, solo dalle S.I.M., da istituti di credito autorizzati dalla Banca d'Italia (art. 16, comma 1) e dagli agenti di cambio.

Inoltre, nel comma 3 dell'art. 5 il legislatore stabilisce che “è *inibita ogni forma di attività di consulenza porta a porta*” creando così una netta scissione tra la figura del consulente finanziario e quella del promotore, escludendo quest'ultima dall'attività di consulenza in materia di valori mobiliari. Ma importante è anche citare il fatto che a quel tempo il servizio di consulenza era inteso in termini molto ampi, comprendendo al suo interno molte attività arrivando addirittura “*a comprendere quello che oggi sarebbe il servizio accessorio di studi e ricerche*”⁵².

Per quanto riguarda, invece, la figura di promotore finanziario, questa era già conosciuta nella pratica ed era disciplinata, seppur sommariamente, da regolamenti precedenti della CONSOB (regolamento n. 1739 poi modificato dal n. 1830 del 1985). Tali regolamenti avevano lo scopo di inquadrare l'attività di sollecitazione del pubblico risparmio al di fuori della sede (legale o amministrativa) del soggetto proponente l'investimento o del soggetto collocatore. Quest'ultimo aveva l'obbligo di affidare l'attività di sollecitazione a soggetti in possesso di una “certa professionalità” (non veniva specificato un *nomen* specifico nella norma per questi soggetti, anche se nella pratica prendevano il nome di “consulenti finanziari” – *da non confondere con l'attività di consulenza inserita dalla legge S.I.M.*). L'accesso alla professione era riservato alle sole persone fisiche (rimasto valido anche successivamente) e previa iscrizione a determinati albi professionali (come quelli di broker, agenti di cambio o agenti di assicurazione). Il “consulente finanziario” del tempo aveva la funzione di collocare valori mobiliari porta a porta (c.d. vendita a “domicilio” di valori mobiliari) e, per tale figura, i regolamenti prevedevano anche minimali regole di

-
- b) collocamento e distribuzione di valori mobiliari con o senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente;
 - c) gestione di patrimoni, mediante operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari;
 - d) raccolta di ordini di acquisto o vendita di valori mobiliari;
 - e) consulenza in materia di valori mobiliari;
 - f) sollecitazione del pubblico risparmio effettuata mediante attività anche di carattere promozionale svolta in luogo diverso da quello adibito a sede legale o amministrativa principale dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto che procede al collocamento [...]

⁵² Fabrizio Tedeschi, MiFID – La consulenza finanziaria e l'ambito di applicazione ai promotori finanziari, www.dirittobancario.it

comportamento che dovevano essere tenute nei confronti del cliente durante l'esercizio dell'attività.

Con la legge 1/1991 i contenuti dei regolamenti sopra citati vengono disciplinati anche a livello primario.

L'attività di sollecitazione del pubblico risparmio viene inserita tra le attività di intermediazione mobiliare, e viene previsto che, per lo svolgimento di questa attività e di ogni attività che preveda l'offerta di servizi di intermediazione fuori dalla sede sociale o secondaria, gli intermediari abilitati dovessero avvalersi di "promotori di servizi finanziari", cioè speciali professionisti iscritti all' "Albo dei Promotori Finanziari" istituito presso la CONSOB (Art. 5)⁵³.

Oltre alla creazione di questo nuovo albo, la legge in esame affianca ad esso una commissione regionale composta da tre membri con compiti di deliberazione sulle iscrizioni, aggiornamenti, assolvimenti disciplinari e tutta una serie di altri obblighi previsti nel comma 8 dell'art. 5.

Quindi con l'entrata in vigore dell'art. 5 della legge 1/1991, si considera l'attività di sollecitazione del pubblico risparmio (prevista dall'art. 18-ter della precedente legge 216/1974) come un'attività di lavoro autonomo, il cui svolgimento può essere affidato solo ad un professionista iscritto all'albo dei promotori di servizi finanziari.

Nasce così la figura del promotore finanziario ed insieme ad essa una disciplina che pone i requisiti per l'accesso alla professione, prevede regole di condotta ed eventuali sanzioni nel caso tale disciplina non venga rispettata dal professionista.

Lo scopo del legislatore è quello di inquadrare l'attività di vendita di valori mobiliari (seguita fino a questo momento dall' ex "consulente finanziario") in regole prestabilite e in capo ad un nuovo soggetto giuridico così da permettere una maggiore tutela del

⁵³ Art. 5, legge 1/1991: "Nell'offerta dei propri servizi effettuata in luogo diverso dalla propria sede sociale o dalle proprie sedi secondarie e comunque nell'esercizio dell'attività di cui all'articolo 1, comma 1, lettera f), le società di intermediazione mobiliare devono avvalersi esclusivamente dell'opera di promotori di servizi finanziari iscritti all'albo di cui al comma 5 del presente articolo."

risparmiatore e indurlo a partecipare alle attività di investimento in maniera più massiccia.

Importante è anche citare l'art. 6 della legge S.I.M., rubricato "*Principi generali e regole di comportamento*", che introdusse, per le società di intermediazione mobiliare, l'obbligo di comportarsi con *diligenza, correttezza e professionalità* nei confronti del cliente in modo da tutelare il suo interesse.

Inoltre impone all'intermediario il rispetto di determinati obblighi informativi, come ad esempio un'informazione continua e accurata al cliente, per tutta la durata del rapporto contrattuale, sulla natura e sui rischi delle operazioni effettuate per suo conto; o altri obblighi, come il divieto di effettuare investimenti per conto del cliente in caso si trovi nella posizione di conflitto di interessi.

3.2.3 LA DIRETTIVA 93/22/CEE (DECRETO EUROSIM)

Dopo qualche decennio di riforme in ambito finanziario in tutto il territorio europeo, fu negli anni '90 e successivi che, con lo scopo di imporre un'armonizzazione minima a livello comunitario della normativa sui servizi di investimento, furono emanate due importanti direttive: la direttiva 93/22/CEE e, successivamente, la direttiva 2004/39/CE.

Per quanto riguarda la *direttiva 93/22/CEE*, conosciuta anche come *ISD (Investment Service Directive)*, si vuole porre in evidenza l'art. 11. Tale articolo richiedeva agli stati membri di emanare delle norme di comportamento per le imprese di investimento nelle quali doveva essere imposto il rispetto di alcuni principi, come l'agire nell'esercizio dell'attività in modo *legale ed equo*, con la *competenza*, la *diligenza* e l'*impegno* necessari e nel *rispetto del cliente* e dell'*integrità del mercato*; informarsi sull'esperienza dei clienti in ambito finanziario, sui loro obiettivi e sulla loro situazione finanziaria; *trasmettere* in modo adeguato *tutte le informazioni utili* in ambito di negoziazione con i clienti; sforzarsi, nell'esercizio della professione, di *evitare conflitti di interesse*.

Emergente è la similarità tra la direttiva e l'art. 6 della legge SIM sopracitata insieme alla maggiore attenzione del legislatore verso la figura dell'investitore, riconosciuto sempre di più soggetto fondamentale nel circuito finanziario.

Pur presentando alcune somiglianze, nella legge SIM, però, erano presenti delle mancanze rispetto alla direttiva 93/22/CEE così, al fine di riorganizzare la materia, venne emanato il *D. Lgs. 23 Luglio 1996, n. 415* conosciuto anche come *decreto EUROSIM*.

In tale decreto vengono ridiscipinate le attività di intermediazione mobiliare previste dalla legge 1/1991, e viene introdotto il principio secondo il quale tutte le imprese di investimento autorizzate ad esercitare in un paese della Comunità Europea possono operare anche negli altri paesi membri, rimanendo sottoposte alla vigilanza del paese di origine. Inoltre questo stesso principio di libera circolazione di esercizio all'interno dell'UE, viene esteso anche ai mercati regolamentati, che hanno la facoltà di offrire i loro servizi in via transfrontaliera.

Il decreto EUROSIM apporta delle modifiche alla disciplina riguardante l'attività di consulenza finanziaria: nell'art. 1, comma 4, lettera f) non inserisce più tale attività nell'insieme dei "servizi di investimento", ma la colloca tra i servizi accessori.

Tale novità normativa porta con sé il fatto che l'esercizio dell'attività di consulenza non viene più riservato a soggetti autorizzati, ma può essere prestato liberamente da chiunque sia in forma individuale che in forma societaria, anche al di fuori del controllo delle autorità di vigilanza.

Si assiste quindi ad un'evoluzione della normativa sulla consulenza finanziaria che porta ad una diminuzione delle tutele nei confronti dei risparmiatori: mentre prima l'attività di consulenza poteva essere svolta solamente da intermediari finanziari autorizzati, e quindi poteva essere considerata come una categoria protetta in cui la mancata autorizzazione allo svolgimento della professione provocava una sanzione penale, con il decreto EUROSIM l'attività in esame poteva essere esercitata da chiunque, ad esclusione del promotore finanziario provvisto di mandato. Ciò portò anche una disparità tra i soggetti esercenti il servizio, perché gli intermediari finanziari dovevano svolgere la professione di consulenza rispettando gli obblighi di correttezza, trasparenza, etc., previsti per la loro categoria dal legislatore, che invece non erano obbligatori per tutti gli altri soggetti che intraprendevano l'attività liberamente.

Per quanto riguarda, invece, la disciplina riguardante le attività di “sollecitazione del pubblico risparmio a domicilio”, la prima modifica apportata da questo decreto è il fatto che questa attività doveva essere considerata come una “modalità” dell’offerta di “servizi di investimento” e non più come attività a se stante, venendo ad assumere la denominazione di “*offerta fuori sede*”.

La legge 415/1996 ha abrogato totalmente l’art. 5 della legge 1/1991, che aveva inserito nel nostro ordinamento la figura del “promotore di servizi finanziari”, disciplinandola nuovamente e in modo sostanzialmente immutato sia dal punto di vista giuridico che dal punto di vista della caratterizzazione del soggetto professionale negli art. 22, 23, 24 e 45. Però, nell’art. 23 il legislatore utilizza una denominazione diversa da quella usata nella legge S.I.M.: secondo tale norma gli intermediari abilitati devono avvalersi della figura del “promotore finanziario” (invece di “promotore di servizi finanziari”) per l’offerta fuori sede, figura che viene definita dal comma 2 come “*la persona fisica che, in qualità di dipendente, agente o mandatario, esercita professionalmente l’offerta fuori sede*”⁵⁴ (inalterata anche questa definizione con la sola modifica della denominazione “offerta fuori sede” al posto di servizi di investimento”, come già spiegato sopra).

Da tenere in considerazione è anche il fatto che, con tale decreto, viene consentito agli *organismi di investimento collettivo* (società di gestione di fondi comuni, società di investimento a capitale variabile) di avvalersi di propri promotori invece che rivolgersi a società di intermediazione mobiliare o a banche (anch’esse obbligate a servirsi di promotori per l’offerta fuori sede).

Importante è la ratio che la norma EUROSIM persegue nella disciplina dell’offerta fuori sede: il secondo comma dell’art. 22 afferma che non viene considerata offerta fuori sede l’offerta effettuata nei confronti di “investitori professionali”, mettendo in risalto il fatto che il soggetto oggetto di tutela è il risparmiatore “comune”.

⁵⁴ Art. 23 D.lgs. 415/1996: “1. Per l’offerta fuori sede, i soggetti abilitati devono avvalersi di promotori finanziari.

2. E’ promotore finanziario la persona fisica che, in qualità di dipendente, agente o mandatario, esercita professionalmente l’offerta fuori sede. L’attività di promotore finanziario è svolta esclusivamente nell’interesse di un solo soggetto. [...]”

3.2.4 L'INTRODUZIONE DEL TESTO UNICO DELLA FINANZA

Il D.lgs. 415/1996 ha vita breve perché solamente pochi anni dopo viene emanato il *D.lgs. 28 febbraio 1998, n. 58* noto come "*Testo Unico in materia di Intermediazione Finanziaria*" (o TUF), che abroga il decreto EUROSIM.

Nella sua stesura, il TUF vide impegnata un'apposita commissione (a cui presero parte anche la Banca d'Italia e la CONSOB) creata e coordinata dalla direzione generale del Ministero del Tesoro e che aveva come scopo il riordino della legislazione finanziaria esistente al tempo.

Alla fine di questo cantiere legislativo si assiste ad una scissione della disciplina italiana del mercato dei capitali in due grandi comparti: "*il comparto bancario e creditizio, di cui si occupa il Testo Unico Bancario del 1993; ed il comparto non creditizio (nel quale, peraltro, anche le banche sono massicciamente presenti), di cui si occupa il Testo Unico del 1998*".⁵⁵

Con l'abrogazione del decreto EUROSIM, tutta la normativa riguardante l'offerta fuori sede di servizi di investimento (e quindi tutta la disciplina riguardante l'attività del promotore finanziario) viene trasportata nell'art. 31 del nuovo TUF, che riporta inalterati i primi due commi dell'art. 23 del vecchio decreto 415/1996 citati in precedenza.

Anche l'attività di consulenza rimane catalogata tra i servizi accessori (*art. 1, comma 6, lettera f*).

Per molte altre norme che disciplinavano in modo dettagliato le imprese di investimento e gli investitori istituzionali, il Testo Unico adotta un atteggiamento di "delegificazione", limitandosi a "*fissare le linee generali di quella disciplina rimettendo le norme di dettaglio alle autorità di vigilanza (CONSOB, Banca d'Italia), introducendo così [...] una disciplina dotata della necessaria elasticità*".⁵⁶

3.2.5 LA DIRETTIVA 2004/39/CE (MIFID)

Successivamente, nel 2004, fu emanata dalla Commissione Europea la *direttiva 2004/39/CE*, conosciuta anche come *direttiva MiFID (Markets in Financial Instrument Directive)*.

⁵⁵ Filippo Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit. p. 17

⁵⁶ Renzo Costi, *Il mercato mobiliare*, cit. p. 35

Nata sempre con l'obiettivo di armonizzare le normative dei paesi comunitari in tema di intermediazione finanziaria, aveva come secondo fine quello di rafforzare le tutele nei confronti degli investitori, contraenti deboli nel rapporto di intermediazione, mediante l'introduzione di obblighi informativi stringenti in capo alle imprese di investimento operative nei mercati finanziari, in modo da ottenere una maggiore trasparenza.

L'ordinamento Italiano recepisce la direttiva MiFID con il *D. Lgs. 17 settembre 2007, n. 164*. Questo decreto apporta delle importanti modifiche nel nostro ordinamento.

Prima fra tutte, modifica il TUF inserendo nell'art. 1 comma 5-*septies* la definizione di "attività di consulenza in materia di investimenti", prescrivendo che per tale attività "*si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione*". In tale definizione risaltano i requisiti che deve avere l'attività di consulenza in esame: deve essere *personalizzata*, differenziandosi così da tutte le altre attività che prevedono il rilascio di consigli di carattere generale (come succede in attività di analisi finanziarie o di ricerca); deve essere *determinata*, cioè deve prevedere dei consigli riferiti specificatamente ad uno strumento finanziario e alle operazioni relative a tale strumento finanziario e non raccomandazioni relative a categorie o gruppi di strumenti finanziari.

Inoltre, con questa norma, la consulenza in materia di investimenti torna ad essere inquadrata nel TUF tra i "servizi e le attività di investimento", perdendo la qualifica di servizio accessorio. Ciò comporta che l'esercizio torna ad essere riservato solo a soggetti autorizzati, ossia imprese di investimento (persone fisiche e giuridiche).

Quindi, l'esercizio è concesso solo ai soggetti che lo esercitano a titolo professionale previo rilascio di un'apposita autorizzazione, come la direttiva stessa specifica nell'articolo 5 comma 1 ("*Ciascuno Stato membro prescrive che la prestazione di servizi o l'esercizio di attività di investimento come occupazione o attività abituale a titolo professionale sia soggetta ad autorizzazione preventiva*").

La *ratio* di questo cambiamento normativo viene spiegata dal legislatore europeo nell'art. 3 della direttiva 2004/39/CE, che recita: *“Per via della sempre maggior dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate, è opportuno includere la consulenza tra i servizi di investimento che richiedono un'autorizzazione”*. Prevede, però, un'eccezione nell'art. 2: la non necessarietà dell'autorizzazione può essere concessa alle *“persone che prestano servizi di investimento a titolo accessorio nell'ambito di un'attività professionale”*, come ad esempio commercialisti, avvocati o consulenti del lavoro, a condizione che tale consulenza non sia specificatamente remunerata.

Il promotore finanziario, invece, non viene direttamente disciplinato dalla direttiva MiFID. Questo soggetto, però, può essere assimilato alla figura giuridica dell' *“agente collegato”*, o *tied agent*, che l'art. 4, comma 1, paragrafo 25 (definizioni) della direttiva definisce come quel soggetto che *“promuove i servizi d'investimento e/o servizi accessori presso clienti e potenziali clienti, riceve e trasmette le istruzioni o gli ordini dei clienti riguardanti servizi d'investimento o strumenti finanziari, colloca strumenti finanziari, e/o presta consulenza ai clienti o potenziali clienti rispetto a detti strumenti o servizi finanziari”* per conto dell'impresa di investimento, (concetto ribadito poi anche dal successivo art. 23). Da sottolineare il fatto che la consulenza citata nella definizione, rientrante tra le prestazioni spettanti all'agente collegato, non è paragonabile alla consulenza in materia di investimenti di cui si è trattato sopra, ma è semplicemente una consulenza propedeutica alla vendita degli strumenti finanziari collocati dell'impresa mandante o dei suoi servizi offerti.

La MiFID permetteva ad ogni Stato membro di decidere autonomamente se adottare o meno le disposizioni prescritte dalla direttiva in materia di agenti collegati.

L'ordinamento italiano risponde positivamente alla proposta del legislatore europeo: per la descrizione della figura di promotore finanziario, l'art. 31, comma 2 del TUF rimanda espressamente alla definizione di agente collegato della direttiva 2004/39/CE.

Si sottolinea che attualmente il testo di questo articolo ha subito delle modifiche: il secondo comma è stato prima sostituito dall'art. 6 del D.Lgs. n. 164 del 17/9/2007 e poi successivamente modificato dall'art. 1, comma 39 della Legge n. 208 del 28/12/2015 che

ha cambiato le parole «promotore finanziario» con le parole «consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede». Quindi l'attuale formulazione della norma contenuta nel TUF non chiama più la figura giuridica in esame con il nome di “promotore finanziario” ma la identifica con il nome di “consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede”, mantenendo però inalterato il richiamo alla direttiva MiFID per la descrizione di essa⁵⁷.

3.2.6 LA NUOVA DIRETTIVA 2014/65/UE (MIFID II)

Ulteriori modifiche alla disciplina del mercato mobiliare sono in atto in questi ultimi anni. La commissione europea, con lo scopo di revisionare la direttiva 2004/39/UE, ha presentato nell'ottobre del 2011 la proposta di adozione di una nuova direttiva, la n. 2014/65/UE, conosciuta anche come MiFID II, pubblicata poi ufficialmente il 12 giugno 2014.

Con l'emanazione della MiFID II, la direttiva 2004/39/CE viene rifiuta e sostituita in parte dalla direttiva in esame e in parte dal nuovo regolamento (UE) 600/2014 sulla negoziazione di strumenti finanziari, o MiFIR.

Lo scorso 28 aprile 2017, il governo italiano ha approvato in esame preliminare un decreto legislativo di attuazione della direttiva e del regolamento sopra citati, mentre dovrà adottare delle misure per l'adeguamento dell'ordinamento italiano alla MiFID II a partire da gennaio 2018.

Le modifiche, di cui si fa portatrice la MiFID II, cercano di adeguare l'ordinamento degli stati membri europei ad un mercato finanziario in incessante evoluzione e con sempre maggiori complessità, ampliandolo fino ad includere nella disciplina anche settori che, fino a questo momento, non erano ancora stati regolamentati.

Trattando nello specifico le novità che la direttiva dispone per la consulenza in materia di investimenti, si noti come la MiFID II riproponga nell'art. 4 una definizione della stessa, la quale di poco si discosta da quella attualmente vigente nel nostro ordinamento (inserita dalla MiFID I): la nuova direttiva descrive l'attività di consulenza in materia di

⁵⁷ “E' consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede la persona fisica che, in qualità di agente collegato ai sensi della direttiva 2004/39/CE, esercita professionalmente l'offerta fuori sede come dipendente, agente o mandatario. L'attività di consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede è svolta esclusivamente nell'interesse di un solo soggetto”, Art. 31, comma 2, TUF.

investimenti come la *“prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell’impresa di investimento, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari”*. Questa definizione potrà essere successivamente completata da ulteriori indicazioni che verranno inserite dal governo italiano al momento dell’emanazione della norma.

L’ambito di applicazione della MiFID II non si estende alle “persone” che prestano l’attività di consulenza in materia di investimenti solo occasionalmente e nell’ambito della propria attività professionale, a patto, però, che tale attività professionale sia disciplinata e che preveda la possibilità dell’esercizio occasionale della consulenza finanziaria. Il termine “persone” viene utilizzato nella direttiva come comprensivo sia delle persone fisiche che delle persone giuridiche.

La direttiva prevede che le società di investimento che offrono al cliente servizi di investimento, dispongano nei suoi riguardi tutta una serie di comunicazioni relative ai costi del servizio, alla tipologia di consulenza che sarà prestata, alla gamma di prodotti finanziari oggetto di raccomandazioni e se verrà fornita al cliente una *“valutazione periodica dell’adeguatezza degli strumenti finanziari da esse raccomandati”* (Art. 24, comma 4).

Nello specifico, per quanto riguarda la tipologia di consulenza prestata al cliente, la direttiva discrimina due figure consulenziali distinte dal punto di vista giuridico: la consulenza prestata su base indipendente e la consulenza prestata su base dipendente. La società di investimento dovrà provvedere ad avvisare il cliente, prima della stipula del contratto di consulenza, *“se la consulenza è fornita su base indipendente o meno”* (Art. 24, comma 4).

In caso di consulenza indipendente, prima di formulare una raccomandazione al cliente, il consulente ha l’obbligo di valutare una vasta gamma di prodotti derivanti da fornitori diversi, e non derivanti in esclusiva da fornitori che presentano legami economici o giuridici stretti con l’impresa di investimento, al fine di non compromettere l’indipendenza della consulenza. Inoltre il consulente deve attuare uno studio sulle tipologie di strumenti finanziari disponibili sul mercato e deve comporre un portafoglio

sufficientemente diversificato anche in termini di tipologia di prodotti, oltre che di tipologia di emittenti/fornitori, in modo da soddisfare gli obiettivi di investimento del cliente. Il consulente deve raccomandare solamente strumenti finanziari che siano adeguati alla *“tolleranza al rischio del cliente e alla sua capacità di sostenere perdite”*.

Aggiunge anche che l'impresa di investimento deve essere idonea a fornire al cliente, prima di effettuare la transazione, una *“dichiarazione di adeguatezza che specifichi la consulenza prestata e indichi perché corrisponda alle preferenze, agli obiettivi e alle altre caratteristiche del cliente al dettaglio”*.

Viene prescritta la necessità di limitare la possibilità che le imprese che svolgono attività di consulenza in materia di investimenti accettino e trattengano *“onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari”*, collegati alla prestazione del servizio di consulenza, da parte di soggetti terzi, come ad esempio fornitori o emittenti, o da persone che agiscono per conto di terzi. In questo modo vengono rafforzate la chiarezza e le tutele nei confronti dei clienti.

Da sottolineare anche che, con l'art. 25, la MiFID II richiede ai governi comunitari di prescrivere alle società di investimento di essere pronte a dimostrare alle Autorità di vigilanza competenti, qualora queste ne facciano richiesta, che le persone fisiche che (per conto della suddetta impresa) prestano servizi di consulenza in materia di investimento o che forniscono informazioni su strumenti finanziari o sui servizi di investimento ai clienti *“siano in possesso delle necessarie conoscenze e competenze”*⁵⁸. Nell'art. 9 rimanda all'ESMA (*European Securities and Markets Authority*) il compito di precisare i criteri guida per la valutazione delle conoscenze e delle competenze richieste a questi soggetti e a cui i vari paesi comunitari dovranno conformarsi.

Per quanto riguarda invece la disciplina introdotta dalla MiFID riguardo la figura del *tied agent*, la MiFID II ripropone quanto era stato previsto dalla vecchia direttiva affiancandola però da una novità: ogni stato membro deve necessariamente adottare lo statuto

⁵⁸ Art. 25, comma 1, *Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio*, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

normativo dell'agente collegato, con la conseguenza che questa figura giuridica sarà presente in tutti gli ordinamenti nazionali.

Poiché l'ordinamento italiano deve ancora emanare un decreto legislativo di attuazione della direttiva 2014/65/UE, questo elaborato si rifarà ancora alla normativa attualmente vigente nella trattazione dei successivi temi.

3.3 LE TIPOLOGIE DI CONSULENZA

Come si è potuto desumere dalle precedenti pagine di questo capitolo, l'attività di consulenza finanziaria è un'attività in continuo divenire, che deve sottostare a puntuali modifiche per rimanere al passo con le mutazioni dei mercati finanziari e con la nascita di prodotti sempre nuovi.

La consulenza finanziaria ha un ruolo molto importante nel nostro sistema economico, perché si propone come guida nelle scelte di investimento di tutti quei risparmiatori che decidono di gestire in modo consapevole il loro patrimonio.

Infatti, bisogna considerare che la maggior parte delle persone che decidono di investire denaro nel mercato finanziario non ha le competenze necessarie per comprendere le dinamiche dello stesso (Luisardi e Mitchell, 2011), per conoscere adeguatamente gli strumenti finanziari disponibili o analizzare tutte le informazioni che il mercato offre⁵⁹, così sono costretti ad affidarsi ad un consulente che li consigli nello svolgimento delle attività di investimento, per evitare eventuali perdite che deriverebbero da un approccio al mercato scorretto.

Ma non è solamente la scarsa conoscenza del mercato a causare il fallimento dell'investimento autonomo: la finanza comportamentale dimostra, con diversi studi empirici, che, quando si tratta di effettuare scelte di investimento, spesso i risparmiatori si lasciano influenzare dall'emotività, che li porta a mettere in atto comportamenti incoerenti, privi di metodologia e che si discostano di molto dalla razionalità.

⁵⁹ Vedi paragrafo 2.2.3 sull'alfabetizzazione finanziaria.

Compito del consulente è, dunque, capire le necessità e le prospettive finanziarie del cliente, la sua propensione al rischio, il grado di avversione alle perdite e mettere a disposizione di questo le proprie competenze e conoscenze, così da aiutarlo a gestire al meglio il suo patrimonio finanziario.

In base alle esigenze di investimento, il risparmiatore può scegliere tra differenti tipologie di consulenza, ognuna con diverso grado di personalizzazione.

Una prima tipologia di consulenza che il risparmiatore può trovare sul mercato è la **consulenza generica** (o “*Money guidance*”⁶⁰). Avendo come destinatario il pubblico, questo servizio rientra più nella definizione di “raccomandazione generale” che di consulenza in senso stretto, poiché manca dell’elemento soggettivo: la personalizzazione. La *money guidance* può essere descritta come quel processo formativo che mira all’accrescimento delle competenze finanziarie delle famiglie mediante iniziative di educazione finanziaria. Queste iniziative permettono ai risparmiatori di affinare le capacità di pianificazione finanziaria, la conoscenza del mercato e la consapevolezza dei rischi, portando come benefico effetti positivi sulla situazione finanziaria a medio-lungo termine.

Differente, invece, è quella che viene chiamata da Masullo e Romano (2002) **consulenza tradizionale**. Questo tipo di consulenza può essere riconosciuta nell’attività svolta dall’ex promotore finanziario, oggi nominato “*consulente finanziario abilitato all’offerta fuori sede*” (a seguito delle modifiche alla normativa apportate dalla Legge di Stabilità del 2016), che ha ad oggetto la promozione dei servizi di investimento, il collocamento di prodotti finanziari e la consulenza al cliente relativamente ai servizi/strumenti finanziari offerti. Anche questa attività può essere considerata come “*consulenza in senso improprio*” poiché nell’esercizio di questa “*il consulente ripropone un unico approccio di vendita a interlocutori differenti*”⁶¹, quindi rimane un consiglio manchevole della personalizzazione e per di più privo di una visione economico-finanziaria complessiva perché limitato agli strumenti offerti dall’intermediario per il quale lavora.

⁶⁰ Massimo Scolari, *Il valore della consulenza finanziaria*, ASCOSIM

⁶¹ Masullo, Romano, *Il consulente di investimento*, Cit. p. 49

Rimane, infine, la **consulenza pura** (Masullo e Romano, 2002) che vede come attore il consulente professionista. In questo caso la consulenza diventa personalizzata e viene rilasciata solo dopo che è stata fatta un'accurata analisi del cliente e della sua situazione finanziaria. Ha come obiettivo non quello di vendere gli strumenti finanziari della società di cui il consulente si fa rappresentante, bensì di consigliare il risparmiatore su quali strumenti finanziari investire tra quelli presenti sul mercato, in modo da favorire i suoi interessi patrimoniali. Nel nostro ordinamento questa tipologia di consulenza è classificata come "consulenza in materia di investimenti" (TUF, art.1, comma 5-septies) e il suo svolgimento richiede il rilascio di un'apposita autorizzazione, come specificato in precedenza nel paragrafo riguardante la direttiva 2004/39/CE.

3.4 IL CONSULENTE FINANZIARIO INDIPENDENTE

3.4.1 IL PERCORSO STORICO

La definizione di consulente finanziario vede la luce in USA negli anni '40, in occasione dell'emanazione di una serie di norme da parte della Securities and Exchange Commission (SEC) che avevano come finalità la regolamentazione dei mercati finanziari.

In queste norme, l'*investment adviser* veniva riconosciuto nella persona fisica o giuridica che, a fronte di un'adeguata remunerazione, offre consigli al cliente sulla compravendita di prodotti finanziari e sulla convenienza o meno di effettuare un investimento. Si noti come, all'interno di questa definizione, venivano ricompresi sia i soggetti che offrivano consulenza professionale sia quelli che si limitavano alla vendita di prodotti e strumenti finanziari.

Con il passare degli anni, però, si assiste ad una preferenza del mercato verso il consulente professionista che non si occupa più del semplice collocamento di prodotti ma si impegna ad erogare un servizio di pianificazione finanziaria che richiedeva competenze superiori ma che portava un valore aggiunto per il cliente.

Nasce così il consulente finanziario indipendente (o *fee only*) che offre alla clientela concreti benefici finanziari derivanti dalla gestione obiettiva e priva di conflitti di

interesse del patrimonio del cliente, anziché semplici guadagni derivanti dall'extrarendimento di titoli oggetto di collocamento. In questo modo si crea un rapporto più stabile e duraturo tra cliente e consulente indipendente.

Anche nell'ordinamento italiano, dopo anni di riforme in ambito finanziario e del recepimento delle direttive comunitarie (in particolare la direttiva MiFID), si delinea la figura professionale del consulente indipendente.

Il legislatore tratta la materia inserendo nel Testo Unico della Finanza una definizione di attività di consulenza in materia di investimenti (art. 1)⁶² insieme alla prescrizione che tale attività può essere esercitata solo dalle persone fisiche e giuridiche in possesso di un'adeguata autorizzazione. Di conseguenza è possibile ritrovare due categorie di operatori che agiscono sul mercato:

- gli *operatori indipendenti*, che svolgono l'attività di consulenza in materia di investimenti in assenza di conflitto di interessi.
- gli *operatori dipendenti*, che agiscono in conflitto di interessi, derivante dalla vendita di prodotti finanziari per conto di un intermediario.

Nella prima categoria rientrano le persone fisiche iscritte all'Albo dei Consulenti Finanziari, o c.d. consulenti finanziari autonomi (o fee-only), descritte dall'art. 18-bis del TUF, e le SIM che prestano come unico servizio di investimento la consulenza.

La seconda categoria ricomprende le banche, le SIM e tutti quei soggetti che esercitano come attività la gestione, il collocamento e la negoziazione di strumenti finanziari. Nella vendita dei loro servizi, questi operatori si devono avvalere di agenti monomandatari, i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede (o ex promotori finanziari).

⁶² TUF, art. 1, comma 5-septies: "Per "consulenza in materia di investimenti" si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione".

3.4.2 LE CARATTERISTICHE, LE SOLUZIONI OFFERTE E I SOGGETTI CHE INTRAPRENDONO L'ATTIVITÀ DI CONSULENZA FEE ONLY

Studiando nello specifico la figura del consulente finanziario indipendente, si vede come l'art. 18-bis del TUF preveda per questo soggetto determinati requisiti: il consulente deve essere una persona fisica *“in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali stabiliti con regolamento adottato dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob”* e per esercitare deve essere iscritto all'Albo unico dei Consulenti Finanziari.

Come già accennato in precedenza in questo capitolo, questo soggetto offre al cliente un servizio di consulenza in materia di investimenti che consiste nella *“prestazione di raccomandazioni personalizzate [...] riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario”*. Quindi l'attuale impianto normativo precisa che la consulenza in esame deve offrire delle soluzioni di investimento personalizzate per ogni differente cliente e viene rilasciata solo dopo un'attenta analisi della situazione finanziaria e degli obiettivi che il cliente intende raggiungere.

Le aree che possono rientrare nell'attività di consulenza sono molteplici. Se ad esempio si vuole considerare l'area della consulenza agli investimenti, solo questa ricomprende la *“pianificazione finanziaria, analisi dei bisogni, pianificazione previdenziale, informazioni finanziarie e quant'altro⁶³”*.

Il fine del consulente finanziario indipendente, nel rapporto bilaterale che instaura con i clienti, deve essere quello di gestire al meglio i risparmi che gli vengono affidati in modo da migliorare la situazione patrimoniale del risparmiatore.

Il consulente finanziario fee only è un libero professionista e viene retribuito esclusivamente a parcella e direttamente dai clienti che si avvalgono dei suoi servizi, a differenza del consulente abilitato all'offerta fuori sede che viene pagato tramite provvigioni sui prodotti finanziari venduti dalla banca o dall'intermediario finanziario per cui lavora. Quindi un risparmiatore, quando decide di rivolgersi a un consulente

⁶³ Masullo, Romano, *Il consulente di investimento*, Cit. p. 122

autonomo, si trova a dover pagare un costo per la consulenza ricevuta maggiore rispetto a quello che avrebbe pagato per un consulenza dipendente, ma in cambio ha il vantaggio di ricevere una consulenza priva di conflitti di interesse.

Data la forte richiesta sul mercato della figura del consulente finanziario fee only, si assiste a come siano spinti ad intraprendere questa attività non solo ex consulenti dipendenti, ma anche figure professionali come commercialisti, consulenti aziendali ecc., che fino a qualche anno fa, erano estranee al settore.

3.5 LA FIDUCIA E LE ISTITUZIONI

3.5.1 LA FIDUCIA NELLA NUOVA DIRETTIVA 2014/65/UE

È interessante soffermarsi sulla ratio che ha spinto la nascita della *direttiva 2014/65/UE*. Questa direttiva viene proposta dalla commissione europea nel 2011, in un periodo storico che vede il mondo attraversato dalla crisi economica del 2007 e dalla conseguente recessione che ha portato pesanti mutazioni negli scenari economici dei vari paesi. In questo contesto si vede la necessità di apportare delle modifiche alla legislazione finanziaria vigente nel continente europeo, con lo scopo di rimediare alle falle presenti nel sistema e di creare ordine e disciplina nei mercati finanziari.

Il legislatore, nei considerando della MiFID II, scrive a riguardo: *“La crisi finanziaria ha fatto emergere carenze nel funzionamento e nella trasparenza dei mercati finanziari. L’evoluzione dei mercati finanziari ha evidenziato la necessità di rafforzare il quadro per la regolamentazione dei mercati degli strumenti finanziari, anche quando la negoziazione in tali mercati avviene fuori borsa (OTC), al fine di aumentare la trasparenza, tutelare meglio gli investitori, rafforzare la fiducia, includere i settori non regolamentati e assicurare che le autorità di vigilanza dispongano di poteri adeguati per svolgere i loro compiti”*; o ancora: *“Gli organismi di regolamentazione concordano a livello internazionale sul fatto che le carenze a livello di governance societaria di numerosi enti finanziari, compresa l’assenza di validi sistemi di controllo e di equilibri al loro interno, hanno contribuito alla crisi finanziaria. Un’assunzione di rischi eccessiva e imprudente può portare al fallimento di*

singoli enti finanziari e causare problemi sistemici tanto negli Stati membri quanto a livello globale. Il comportamento scorretto di imprese che prestano servizi ai clienti può recare danno agli investitori e portare alla perdita di fiducia da parte degli stessi”.

Quindi la ratio che anima questa nuova produzione legislativa è quella di provare a trasformare dei mercati finanziari carenti *“nel funzionamento e nella trasparenza”* in mercati finanziari più sicuri, in cui l’investitore possa agire tutelato da un insieme ben strutturato di leggi.

In un mercato finanziario in cui regna l’incertezza, in cui non c’è una chiara conoscenza degli strumenti finanziari circolanti e dei rischi a questi connessi, il risparmiatore non ha più fiducia a investire i propri risparmi.

In un contesto come quello dell’investimento in cui l’investitore affida il suo denaro a soggetti terzi che gli offrono in cambio la prospettiva di remunerazione, la fiducia è un elemento importantissimo che permette l’attuazione del processo di delega. Perciò, in mancanza dell’elemento fiduciario, l’asimmetria informativa tra operatore del mercato e risparmiatore scoraggerebbe quest’ultimo a investire parte del suo patrimonio in prodotti di cui non ha una completa conoscenza, creando seri danni al sistema economico generale.

Così, aumentando la trasparenza e le tutele, cercando di inserire norme più stringenti in capo agli operatori del mercato che offrono servizi di investimento, il legislatore cerca di stimolare questa perduta fiducia nel sistema economico, con la speranza che il risparmiatore torni essere attore nel mercato finanziario.

Si può quindi asserire che il tema oggetto di questa tesi, la fiducia dell’investitore nei confronti del sistema finanziario e di conseguenza nel consulente, sia uno dei temi di maggiore importanza per il legislatore che cerca di proteggere incessantemente la controparte debole con l’emanazione di regole sempre più attuali.

3.5.2 LA FIDUCIA VERSO IL CONSULENTE FINANZIARIO PER RIDURRE IL DIVARIO TRA L'ANALISI NORMATIVA E QUELLA DESCRITTIVA DEI PROBLEMI

Il processo di delega da investitore a consulente, per la gestione del patrimonio finanziario, avviene nel momento in cui il primo si accorge di non avere le competenze necessarie per agire sul mercato autonomamente. Le possibilità di investimento a cui il risparmiatore può accedere sono praticamente illimitate e tra di loro differenti; questa vasta scelta porta con sé il beneficio di riuscire a soddisfare le più disparate esigenze di impiego del denaro, ma anche tutta una serie di rischi derivanti dall'andamento del mercato e dalle varie tipologie di prodotti disponibili che non sempre sono convenzionali e del tutto trasparenti.

Così l'investitore si trova costretto a riporre la sua fiducia in un consulente, nella speranza che questo abbia un'approfondita conoscenza del mercato, degli strumenti finanziari in circolazione e della normativa vigente. In questo modo *“la consulenza può diventare l'attività che riduce il divario tra l'analisi normativa e quella descrittiva dei problemi⁶⁴”* di investimento, permettendo all'investitore una più sicura gestione del suo patrimonio.

In cambio della concessione della propria fiducia, il cliente si aspetta dal consulente finanziario che questo lo guidi nella scelta di investimenti con performance positive e superiori a quelle che avrebbe avuto detenendo il portafoglio di mercato.

Il consulente deve *“assistere e in parte surrogare l'investitore nelle decisioni di investimento⁶⁵”* cioè, in altre parole, deve essere bravo a capire le esigenze e la propensione al rischio del cliente, in modo da proporgli gli investimenti più adatti alle sue caratteristiche.

Inoltre, con la creazione di un forte legame fiduciario simile a quello che si instaura tra paziente e medico, il consulente riuscirà anche a ridurre la percezione della rischiosità dell'investimento in capo al cliente (Gennaioli, Shleifer, & Vishny, 2015) e gli offrirà maggiore rassicurazione e tranquillità quando questo è coinvolto emotivamente nella gestione del patrimonio (vedi parafraso 2.5.1 e 2.5.2).

⁶⁴ Rigoni, *Finanza comportamentale e gestione del risparmio*, Cit. p. 139

⁶⁵ Rigoni, *Finanza comportamentale e gestione del risparmio*, Cit. p. 141

CAPITOLO 4

ANALISI EMPIRICA

LA FIDUCIA NELLA CONSULENZA FINANZIARIA DAL PUNTO DI VISTA DEL CLIENTE

4.1 INTRODUZIONE

Dallo studio della letteratura in tema di consulenza finanziaria effettuato nei precedenti capitoli, risalta che questo servizio sia di fondamentale importanza per avvicinare i risparmiatori al mercato finanziario e per condurli verso una gestione del patrimonio più sicura e proficua. Dello stesso parere è il legislatore europeo che con l'introduzione della nuova direttiva MiFID II cerca di inquadrare ulteriormente il settore limitando l'esercizio della professione ad individui che presentano determinati requisiti di competenza e professionalità, in modo da far sentire gli investitori maggiormente tutelati.

Ma affinché i risparmiatori affidino la gestione del proprio patrimonio al consulente finanziario deve nascere in loro un sentimento di fiducia verso il professionista e le sue capacità. In assenza di questo elemento la delega alla gestione del portafoglio non avverrebbe, con la conseguenza che il risparmiatore investirebbe in autonomia il denaro che possiede in prodotti finanziari di cui magari non ha esperienza (aumentando così il rischio di perdite) o, addirittura, preferirebbe tenere il proprio capitale disinvestito. Per questo motivo molti autori hanno cercato di approfondire quali siano le dinamiche di fiducia nel rapporto tra cliente e consulente finanziario con lo scopo di indagare i fattori che incentivano o scoraggiano questa relazione.

Partendo dagli studi citati nei precedenti capitoli, questo elaborato cerca di contribuire alle analisi già esistenti sul tema fiducia e consulenza, assumendo come prospettiva il punto di vista dei clienti. Per fare ciò verranno esaminate le risposte ad un questionario

che è stato sottoposto ad un campione di clienti di una banca veneta (composto da domande inerenti il tema di interesse)⁶⁶.

Dall'elaborazione di tali dati, si ricavano molti spunti di ricerca che verranno divisi in primari e secondari in base all'importanza che rivestono per l'analisi condotta in questa tesi.

Le **domande di ricerca primarie** sono le seguenti:

1. Affinché la relazione tra consulente e cliente si instauri, il secondo deve fidarsi del professionista affidandogli una quota di patrimonio da gestire. Ci si interroga se la fiducia che il cliente dichiara di riporre nel consulente (fiducia diretta) corrisponda alla fiducia misurata dalla percentuale di patrimonio che gli affida (fiducia indiretta). Perciò la domanda di ricerca è la seguente:

Esiste un disallineamento tra fiducia dichiarata dal cliente (fiducia diretta) e la fiducia che effettivamente dimostra nei confronti del consulente (fiducia indiretta)?

2. Ci si interroga se, con il passare del tempo e con il consolidamento della relazione tra cliente e consulente, anche il rapporto di fiducia tra le due controparti evolva. In particolare, si vuole vedere se il livello di fiducia verso il consulente aumenti, e per fare ciò si va a studiare se la percentuale di patrimonio affidata al professionista sia maggiore ad un anno dall'inizio del rapporto. Di conseguenza, il secondo obiettivo di ricerca è formulato come di seguito:

Come evolve il livello di fiducia che il cliente ripone nel consulente con il passare del tempo? Il campione mostra una fiducia consolidata (dopo un anno dall'inizio della relazione) più forte o meno forte di quella iniziale?

3. Altro elemento che può essere considerato per calcolare il livello di fiducia che i clienti ripongono nel consulente è la propensione che questi mostrano nel seguire il professionista nel caso decida di cambiare banca. Si vuole indagare quanti individui

⁶⁶ Il full text del questionario può essere richiesto via mail a cruciani@unive.it

del campione in esame siano fedeli al consulente (affermando di seguirlo con alta probabilità) e quali caratteristiche abbia la loro relazione con il professionista, in modo da far emergere i fattori che contribuiscono nella creazione di questo legame stretto. La terza domanda di ricerca, quindi, è la seguente:

Con che probabilità i clienti seguirebbero il loro consulente nel caso questo cambiasse banca? Quali sono le caratteristiche dei clienti che si dimostrano più fedeli al consulente?

4. Ulteriore aspetto che verrà indagato è se il rapporto di fiducia tra cliente e consulente finanziario si basi sia su dimensioni di scambio che su dimensioni di relazione. L'idea di studiare congiuntamente le due dimensioni sopracitate è stata proposta per la prima volta da Cruciani et al. nell'articolo *"Dinamiche di fiducia nella consulenza finanziaria: un'analisi empirica"*. Nello specifico, gli autori ritengono che la nascita di un rapporto fiduciario tra due individui possa dipendere sia dalla volontà di instaurare una relazione che porti ad entrambe le parti "risultati economici positivi", sia dalla volontà di ricevere da questa relazione qualcosa di più del puro scambio economico. Nel caso oggetto di studio in questa tesi, dove si assume il punto di vista dei clienti, questo "qualcosa in più" potrebbe essere ricondotto alla volontà dei clienti di trovare nella consulenza finanziaria anche un sostegno emotivo, poiché la decisione di impiegare parte del patrimonio in attività rischiose è una scelta emotivamente difficile per la maggior parte degli individui. Perciò si cerca di capire se la dimensione relazione sia importante nella creazione di un legame fiduciario con il consulente e che peso questa abbia rispetto alla dimensione scambio. Perciò la domanda di ricerca è la seguente:

Nella creazione di un rapporto fiduciario tra consulente e investitore influiscono sia la dimensione scambio sia la dimensione relazione? Che peso danno i clienti alla dimensione relazione?

A queste domande di ricerca primarie vengono affiancate delle **domande di ricerca secondarie** che indagano se l'analisi in corso rispecchi in alcune tematiche la letteratura esistente sul tema fiducia e consulenza finanziaria.

5. Si vuole provare a delineare il profilo del cliente tipo che ricerca il servizio di consulenza per la gestione del proprio patrimonio.

Nello studio "*Financial advisors: A case of babysitters?*" del 2012, Hackethal, Haliassos e Jappelli suggeriscono che gli individui che si avvalgono del servizio di consulenza finanziaria possono essere suddivisi in due principali categorie: la prima ricomprende il piccolo investitore, molto giovane e con poca esperienza, che cerca nel consulente una guida da cui ricevere informazioni finanziarie e un aiuto per evitare errori nel processo di investimento, così da riuscire a incrementare i risultati positivi e azzerare quelli negativi; la seconda si compone di investitori più anziani, più ricchi e spesso con maggiore esperienza che richiedono il supporto della consulenza finanziaria perché non hanno abbastanza tempo per dedicarsi adeguatamente alla gestione del proprio portafoglio, oppure perché cercano di ottenere migliori rendimenti di quelli che riescono a raggiungere investendo in autonomia, anche a costo di assumersi qualche rischio in più. Dopo aver effettuato un'analisi empirica sul tema, gli autori arrivano alla conclusione che la maggioranza degli individui che si affidano ad un consulente finanziario appartengono alla seconda categoria appena citata (per maggiori approfondimenti vedi paragrafo 2.3.1). Perciò la domanda che ci si pone è la seguente:

I clienti intervistati presentano le caratteristiche elencate da Hackethal et al. , ovvero possono essere suddivisi nelle due categorie proposte dagli autori? Se sì, la maggioranza di essi a quale categoria appartiene?

6. Altro fattore interessante da considerare sono le motivazioni che spingono l'investitore a rivolgersi ad un professionista per ricevere un consiglio finanziario. Gennaioli, Shleifer, e Vishny (2015) sono convinti che si possano distinguere due principali motivazioni che portano il risparmiatore a fidarsi del consulente: la prima motivazione deriva dalla paura, insita in alcuni individui, di subire "espropriazioni o furti"⁶⁷ nel processo di investimento, sentimento che li spinge a fidarsi del consulente per diminuire la probabilità di scegliere investimenti incerti e rendere più sicura la

⁶⁷ (P.92) Gennaioli, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (2015), *Money Doctors*. The Journal of Finance, LXX

gestione del patrimonio; la seconda, invece, è la volontà del cliente di eliminare l'“ansia” derivante dall'investimento, perciò cerca il servizio di consulenza finanziaria per gestire in tranquillità e con più profitto il patrimonio. Prendendo atto del pensiero di questi autori, ci si chiede:

Le motivazioni principali per cui i clienti intervistati si affidano ad un consulente rispecchiano quelle proposte da Gennaioli et. al?

7. Infine, ultimo obiettivo è quello di provare a delineare il profilo del “consulente ideale”, ossia provare a cogliere tutte le caratteristiche del consulente che sembrano essere apprezzate dai clienti. Quindi si cercherà di rispondere alla seguente domanda:

Dal punto di vista dei clienti, che caratteristiche dovrebbe avere il “consulente ideale”?

4.1.1 STRUTTURA E CONTENUTI DEL QUESTIONARIO

Come già detto in precedenza, per rispondere alle ipotesi di ricerca sopra formulate verranno esaminate le risposte ad un questionario che è stato proposto, nel periodo maggio-settembre, ad un campione di clienti di una Banca di Credito Cooperativo del Veneto. I questionari raccolti sono stati 109, di cui 71 completi in tutte le parti. Tutti coloro che hanno partecipato all'intervista l'hanno fatto volontariamente e in completo anonimato.

Il questionario si compone di 40 domande organizzate in tre diverse sezioni:

- La **prima sezione** si apre chiedendo agli intervistati se sono seguiti da un consulente nella gestione del proprio patrimonio in modo da poter suddividere il campione dei rispondenti nei seguenti tre gruppi:
 - *1 gruppo*: soggetti che attualmente hanno un consulente
 - *2 gruppo*: soggetti che avevano un consulente in passato, ma attualmente non più
 - *3 gruppo*: soggetti che non hanno mai avuto un consulente

Dopo aver raccolto per ciascun gruppo alcune informazioni socio-demografiche, il questionario propone delle domande generali sui temi di financial literacy, sociability, big 5, avversione al rischio e atteggiamento verso il tempo;

- La **seconda sezione** focalizza l'attenzione sul gruppo di *“soggetti che avevano un consulente in passato, ma attualmente non più”*, andando a studiare la ragione per cui si è concluso il rapporto con il consulente, se gli intervistati vorrebbero instaurarne uno di nuovo e che caratteristiche apprezzerebbero maggiormente nel nuovo professionista;
- La **terza sezione**, infine, si concentra, sul gruppo di *“soggetti che attualmente hanno un consulente”* ai quali vengono rivolte domande atte a delineare il profilo del professionista che li segue, quali caratteristiche di questo influiscono positivamente nella loro relazione, i contenuti che vengono trattati durante gli incontri, la “trust attitude” generale dei rispondenti e quella particolare verso il professionista.

4.2 SEZIONE I DEL QUESTIONARIO IL CAMPIONE OGGETTO DI INDAGINE

4.2.1 HAI O HAI MAI AVUTO UN CONSULENTE FINANZIARIO?

L'intervista si apre chiedendo ai risparmiatori se sono seguiti da un consulente nella gestione del proprio patrimonio, permettendo così una prima suddivisione del campione.

Le risposte sono illustrate nel seguente grafico:



Grafico 6: Screening consulenza

Su un totale di 71 rispondenti 37 sono seguiti attualmente da un consulente, 10 sono stati seguiti da un consulente in passato ma adesso non più e 24 non hanno mai avuto esperienza di consulenza.

Tabella 1 - Screening consulenza

Hai o hai mai avuto un consulente finanziario?	Clienti	Percentuale
Sì, ho un consulente attualmente	37	52%
Ho avuto un consulente ma non ce l'ho più attualmente	10	14%
Non ho, né ho mai avuto un consulente	24	34%
Totale	71	100%

È interessante notare che il gruppo di individui che si avvale del servizio di consulenza finanziaria per la gestione del proprio patrimonio è il gruppo maggioritario e che il

numero dei soggetti che lo compongono addirittura superiori la metà (anche se di poco) dell'intero numero dei rispondenti al questionario (52% vs 48%).

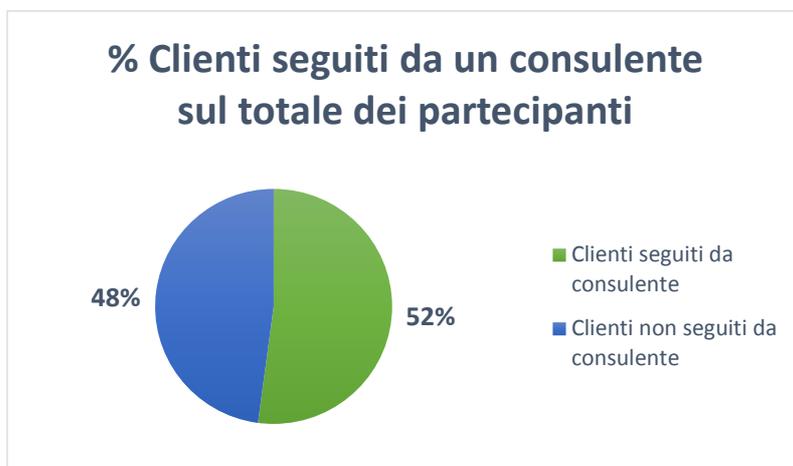


Grafico 7: Clienti seguiti da un consulente sul totale dei partecipanti

4.2.2 INFORMAZIONI SOCIO - DEMOGRAFICHE SUI TRE GRUPPI DI CLIENTI

Gli individui che compongono il campione oggetto di analisi, hanno un'età compresa tra i 20 e gli 85 anni e sono per il 52% di sesso maschile e per il 48% di sesso femminile.

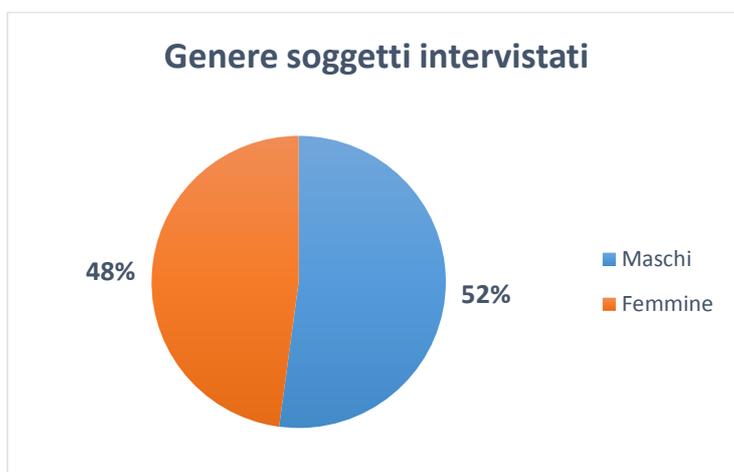


Grafico 8: Genere del campione

Tabella 2 - Genere del campione

Genere soggetti intervistati	Numero	Percentuale
Maschi	37	52%
Femmine	34	48%
Totale	71	100%

Volendo indagare se il **genere** possa influire nella scelta di affidarsi ad un consulente, si studia questa variabile separatamente in ognuno dei tre gruppi di clienti che si sono distinti con la prima domanda (“*hai o hai mai avuto un consulente finanziario?*”).

Cominciando dal gruppo di clienti che sono attualmente seguiti da un consulente finanziario, si vede dai seguenti grafici che la percentuale delle donne che si affidano al professionista per la gestione degli investimenti (56%) è maggiore di quella degli uomini (49%).

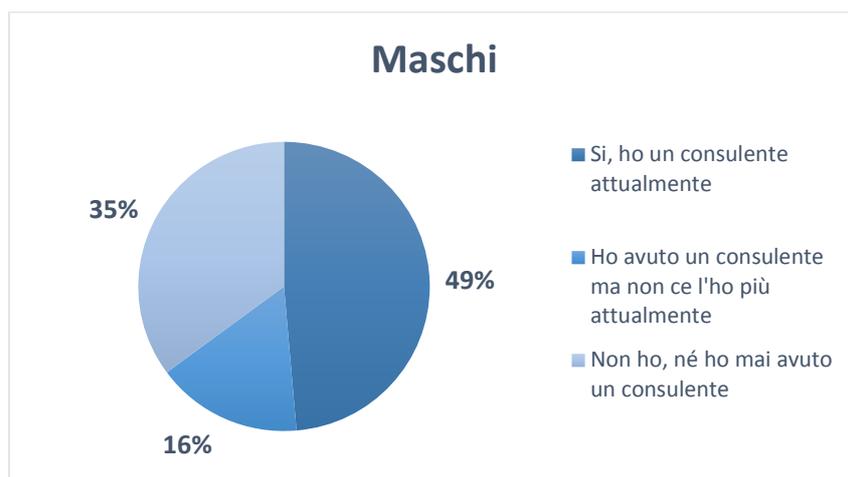


Grafico 9: Percentuale di individui di sesso maschile

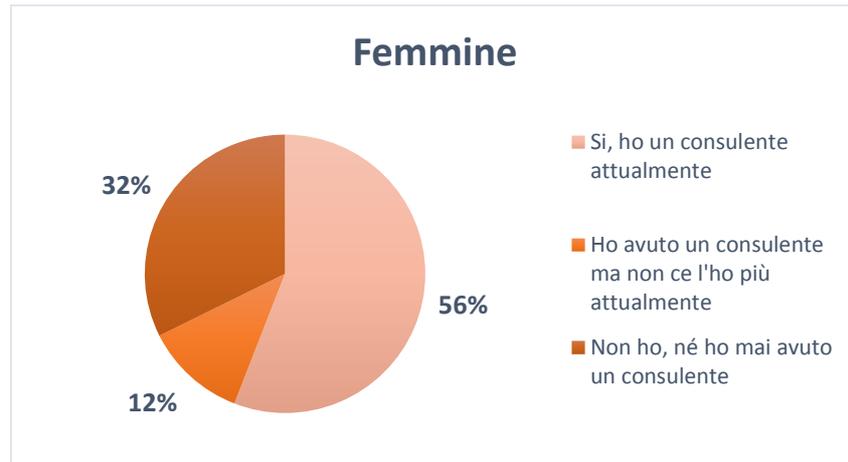


Grafico 10: Percentuale di individui di sesso femminile

Tabella 3 - Genere intervistati per ciascun sottogruppo

Hai o hai mai avuto un consulente finanziario?	Maschi	Femmine
Si, ho un consulente attualmente	18	19
Ho avuto un consulente ma non ce l'ho più attualmente	6	4
Non ho, né ho mai avuto un consulente	13	11
Totale	37	34

Il dato trovato rispecchia quanto affermato da Hackethal et al. nello studio *“Financial advisors: a case of babysitters?”* del 2012 dove gli autori dimostrano che la probabilità di rivolgersi ad un consulente finanziario negli individui di sesso maschile è minore rispetto a quella che presentano gli individui di sesso femminile. Questo può trovare spiegazione nel fatto che l'uomo è più incline all'*overconfidence* rispetto alla donna e di conseguenza presenta una maggiore sicurezza nelle proprie azioni, soprattutto in *“regni dominati da maschi come [il regno della] finanza⁶⁸”*.

In particolare, nel loro studio, gli autori sopraccitati arrivano alla conclusione che i soggetti che maggiormente ricercano una consulenza in materia di investimenti sono gli investitori più anziani, con un buon livello di esperienza e ricchezza, single e di sesso femminile (vedi paragrafo 2.3.1).

⁶⁸ (P.289) Barber, Brad M. and Terrance Odean (2001). *“Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment”*, Quarterly Journal of Economics, 116, 261-92

Per quanto riguarda, invece, il genere dei soggetti appartenenti agli altri gruppi, quelli che hanno avuto un consulente in passato ma che adesso non ce l'hanno più sono per il 12% donne e per il 16% uomini e quelli che non hanno mai richiesto il servizio di consulenza finanziaria sono per il 32% di sesso femminile e per il 36% di sesso maschile (dati che confermano la teoria di una maggiore *overconfidence* negli uomini).

Analizzando nello specifico anche l'**anzianità** dei tre gruppi di soggetti si può notare che gli individui che si affidano ad un consulente sono in media più anziani rispetto a quelli che non ricercano l'aiuto del professionista, in linea con quanto asserito da Hackethal et al:

Tabella 4 - Età media intervistati per ciascun sottogruppo

Hai o hai mai avuto un consulente finanziario?	Età media
Si, ho un consulente attualmente	48
Ho avuto un consulente ma non ce l'ho più attualmente	42
Non ho, né ho mai avuto un consulente	42

Non si notano grandi differenze, invece, tra il **reddito medio** degli individui che si rivolgono ad un consulente finanziario e quello degli individui appartenenti alle altre due categorie: l'81% di clienti con consulente ha un reddito medio compreso tra i 15.000 € e i 45.000 € l'anno, nella stessa fascia di reddito rientra anche l'80% degli individui che avevano un consulente in passato ma ora non più e il 75% di quelli che non hanno mai avuto un consulente.

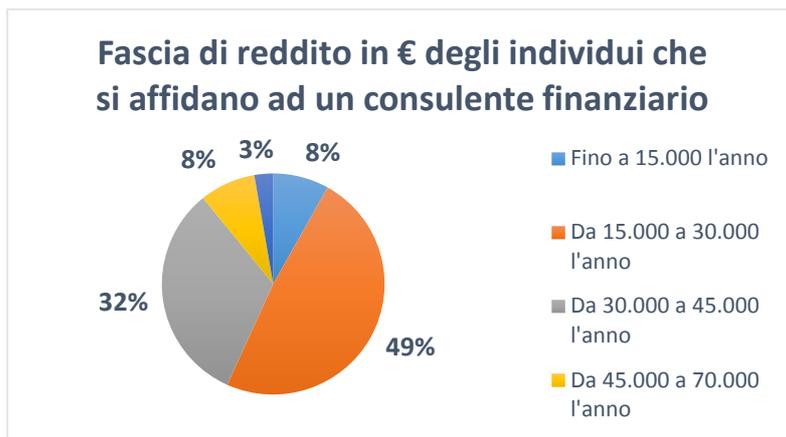


Grafico 11: Reddito medio individui con consulente



Grafico 12: Reddito medio individui che avevano un consulente in passato

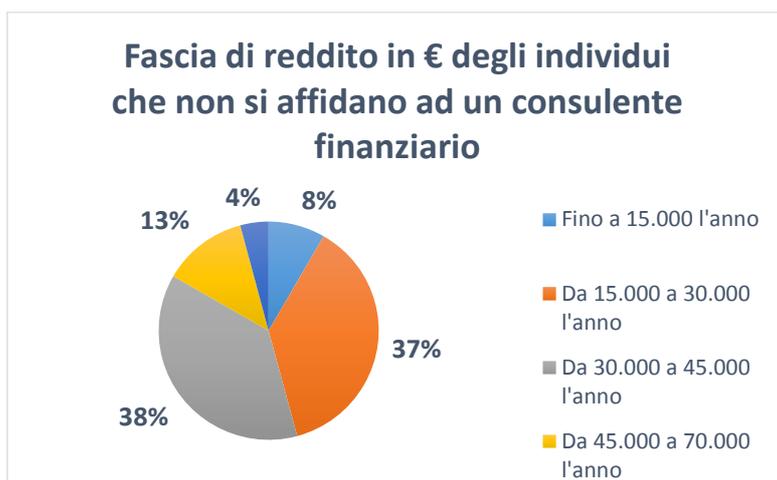


Grafico 13: Reddito medio individui che non hanno mai avuto un consulente

Dallo studio del reddito medio risulta una particolarità che necessita essere messa in luce: emerge che gli individui più ricchi (ossia coloro che hanno un reddito che supera i 70.000 € l'anno) si concentrano nella categoria "clienti che sono seguiti attualmente da un consulente" e nella categoria "clienti che non hanno un consulente", rispettivamente per il 3% e il 4%. Anche se la differenza tra i due risultati è minima, ciò dimostra che la maggior parte dei clienti "più ricchi" preferisce gestire il proprio patrimonio in autonomia rispetto che con l'ausilio della consulenza.

Infine, la seguente tabella riassume il **livello di istruzione** degli intervistati:

Tabella 5 - Livello di istruzione del campione

Livello di istruzione	Percentuale di individui
Licenza media o inferiore	7%
Licenza superiore	58%
Laurea	24%
Master o alta formazione avanzata	7%
Dottorato di ricerca	4%

Come si può vedere, la maggioranza dei rispondenti ha conseguito la licenza superiore (58%), il 24% sono laureati e solamente l'11% ha ottenuto un grado più alto di formazione.

Si studia anche come varia l'aspetto istruzione all'interno delle tre categorie di clienti risultanti dalla prima domanda del questionario. Dai grafici riportati di seguito, si può notare che coloro che hanno raggiunto un alto livello di istruzione (quindi laurea, master o dottorato) si concentrano maggiormente nella categoria di clienti che hanno un consulente e in quella di clienti che non ne hanno mai avuto uno (rispettivamente il 15% e del 14%) mentre nel restante gruppo la percentuale di soggetti con alta formazione è del 6%.

Ovviamente, questi dati descrivono semplicemente il livello di istruzione raggiunta dagli individui intervistati, ma nulla dicono sulle competenze finanziarie detenute da questi, che verranno indagate in seguito; infatti, non è detto che ci sia correlazione tra alto livello di istruzione e alfabetizzazione finanziaria perché un individuo può aver conseguito una laurea o un master su temi non finanziari e avere, di conseguenza, poche conoscenze

finanziarie, mentre un individuo che detiene solamente la licenza media, ma è appassionato di finanza, può essere più informato e più alfabetizzato sull'argomento del primo.

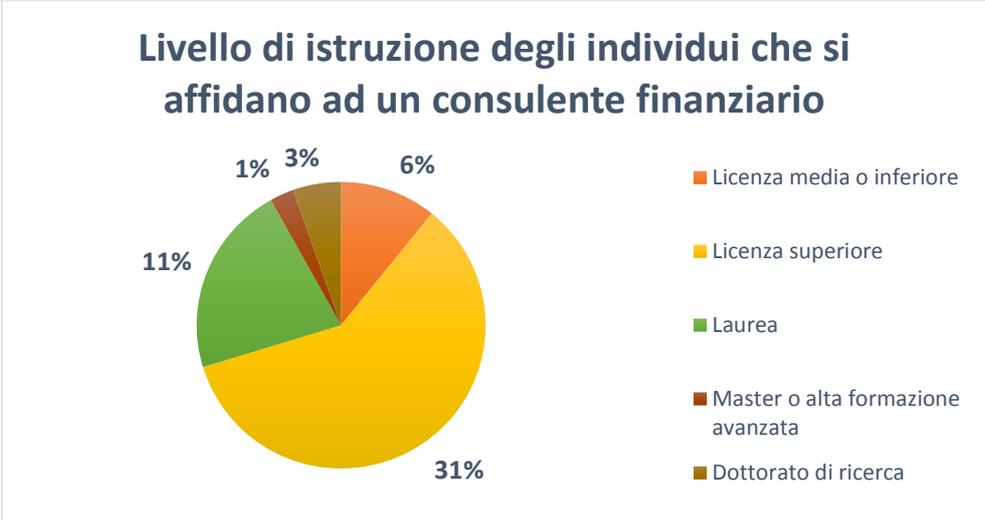


Grafico 14: Livello di istruzione clienti con consulente

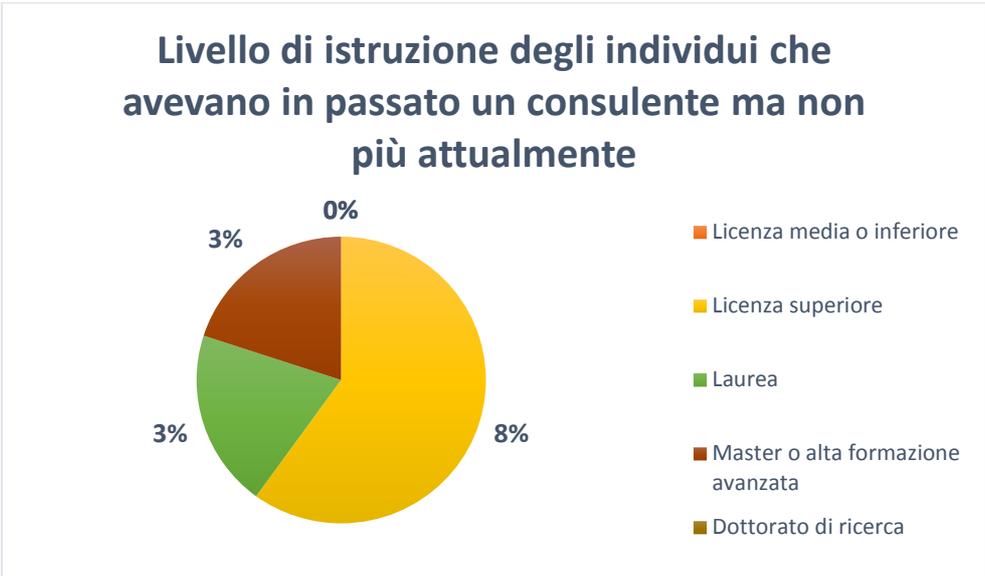


Grafico 15: Livello di istruzione clienti che avevano un consulente in passato

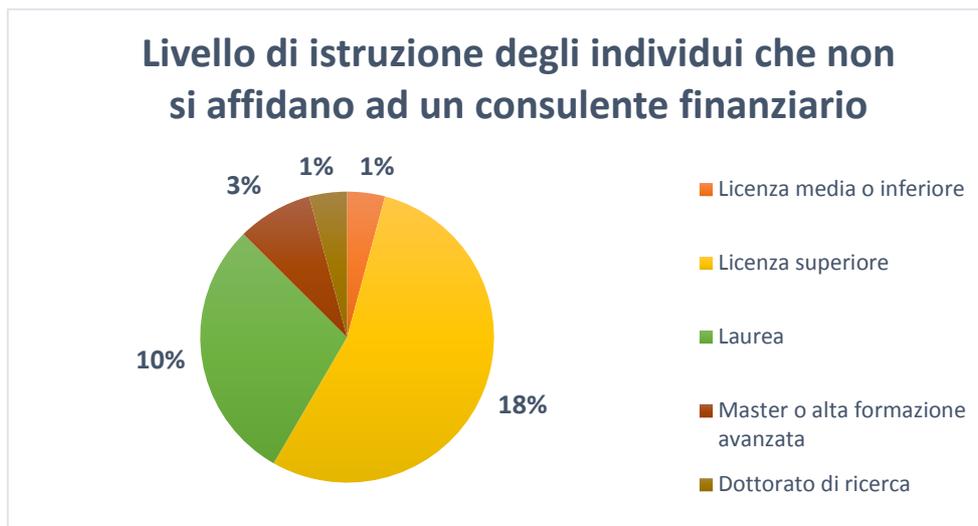


Grafico 16: Livello di istruzione clienti che non hanno mai avuto un consulente

In questo paragrafo si è cercato di descrivere in maniera generale le caratteristiche socio-demografiche del campione di clienti della banca che hanno partecipato al progetto di ricerca; più avanti nel paragrafo 4.4.11 si cercherà di studiare, utilizzando le variabili viste in questa sede e altre che verranno introdotte successivamente, quali sono le tipologie di investitori che maggiormente usufruiscono del servizio di consulenza finanziaria.

4.2.3 LIVELLO DI ALFABETIZZAZIONE FINANZIARIA

Per studiare qual è il **livello di alfabetizzazione finanziaria** degli intervistati, è stato proposto loro di rispondere a domande di finanzia generale sui seguenti temi:

- calcolo degli interessi
- calcolo dell'inflazione
- valore economico del tempo
- funzione del mercato azionario
- conoscenze di base su titoli obbligazionari e azionari
- rischiosità degli investimenti

I risultati sono riportati nel grafico seguente:

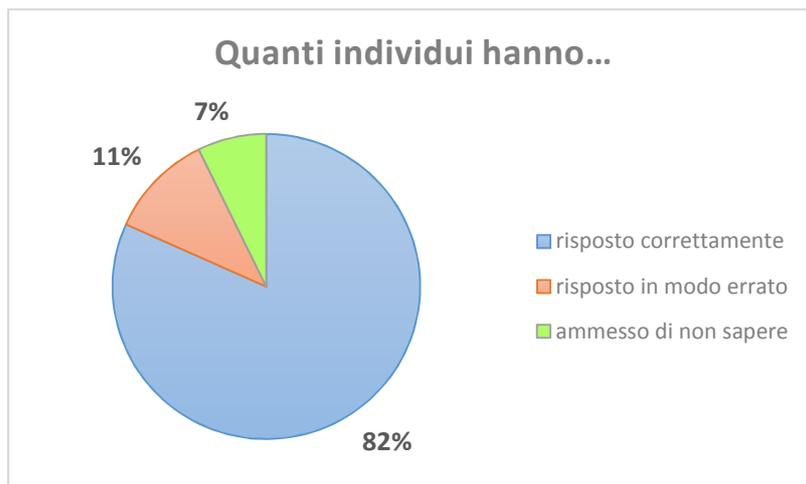


Grafico 17: Risposte degli intervistati

L'82% delle risposte date dai risparmiatori sono corrette, l'11% sono errate e il 7% rientrano nella categoria "non lo so". Ciò denota che il campione analizzato, in generale, presenta un alto livello di alfabetizzazione finanziaria.

Dal grafico seguente si possono vedere gli argomenti finanziari che hanno creato più confusione negli intervistati:

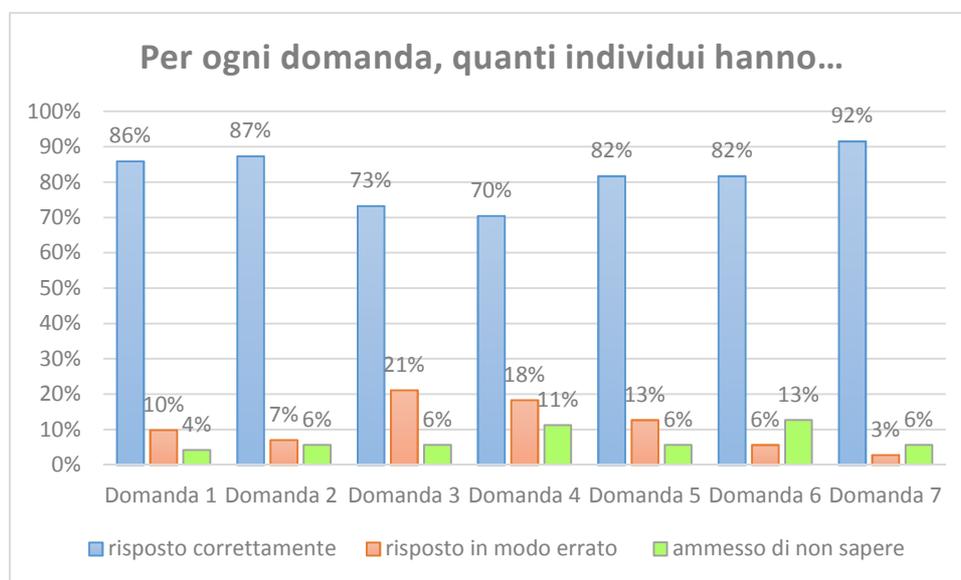


Grafico 18: Risposte degli individui per domanda

Le domande che hanno ricevuto un maggior numero di risposte errate sono state quelle che indagavano la conoscenza del risparmiatore sul *valore economico del tempo* (meglio il denaro oggi o domani?) e sulla *funzione del mercato finanziario*.

Il quesito che, invece, gli individui hanno ammesso di non sapere maggiormente è stato quello atto a testare le loro conoscenze di base sulle obbligazioni.

Approfondendo l'analisi, si studia anche la media delle risposte corrette all'interno di ciascuna delle tre categorie riportate in figura:

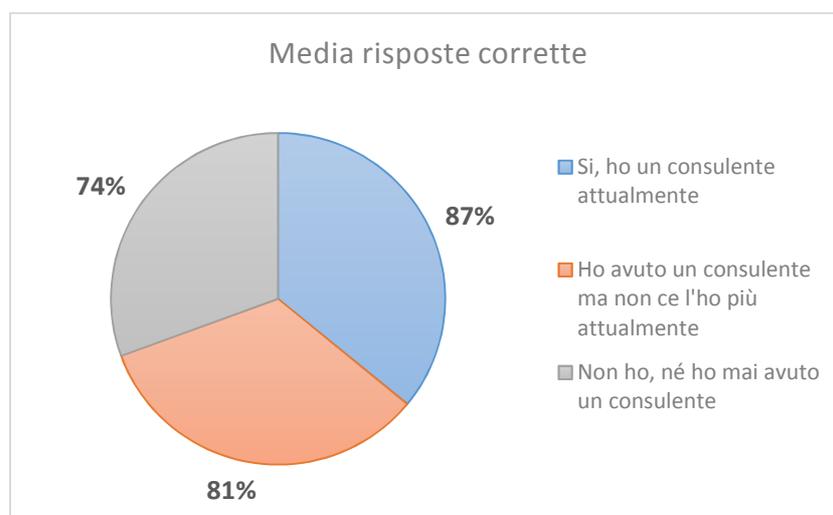


Grafico 19: Media risposte corrette

Come si può notare i soggetti che si avvalgono dei consigli di un consulente finanziario hanno dato, in media, un maggior numero di risposte corrette (l'87%) rispetto agli altri componenti del campione, seguiti dagli individui che avevano un consulente in passato (81%) e da quelli che non l'hanno mai avuto (74%).

Perciò si può riassumere che la percentuale di risposte corrette risultanti da questa analisi va via via diminuendo al diminuire della presenza del consulente; questi risultati sembrerebbero avvalorare quanto affermato da alcuni studi presenti in letteratura (come ad esempio Collins, 2012) che dimostrano come gli individui con un alto livello di conoscenze finanziarie sono più propensi ad affidarsi al servizio di consulenza rispetto a quelli che, invece, sono meno alfabetizzati.

4.2.4 SOCIABILITY

Un altro fattore interessante da studiare è la **sociability**, fenomeno già descritto nel dettaglio nel paragrafo 1.4. Agli intervistati è stato chiesto se, negli ultimi 5 anni, hanno partecipato ad una o più attività sociali, ossia quelle attività che dalla letteratura sono fatte rientrare nella categoria della *sociability* (Guiso, Sapienza e Zingales, 2004)

Come si può vedere dai grafici successivi, le persone che ricercano il servizio di consulenza finanziaria sono anche quelle che si dimostrano più attive dal punto di vista sociale, in linea con quanto affermato da Georgarakos e Pasini nel loro studio del 2011 *“Trust, sociability, and stock market participation”* (vedi paragrafo 1.4) dove dimostrano come la presenza congiunta di fiducia e socialità favoriscano la partecipazione al mercato finanziario.

Entrando nello specifico, gli individui che non partecipano a nessuna attività sociale ammontano al 3% nel gruppo dei clienti seguiti da un consulente, al 20% nel gruppo di quelli che avevano un consulente in passato ma adesso non più, fino ad arrivare al 33% nel gruppo dei clienti che non hanno mai avuto un consulente.



Grafico 20: Sociability clienti con consulente

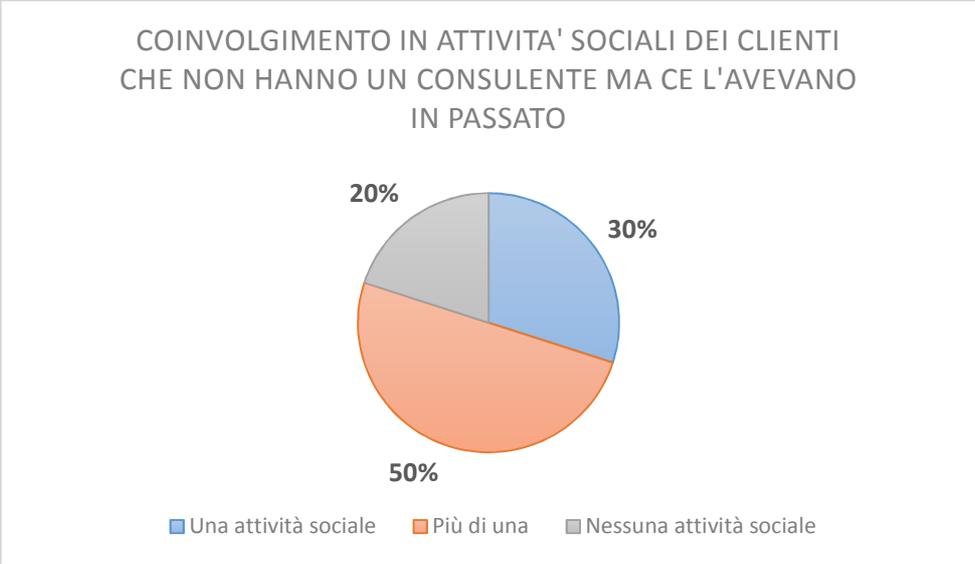


Grafico 21: Sociability clienti che avevano un consulente

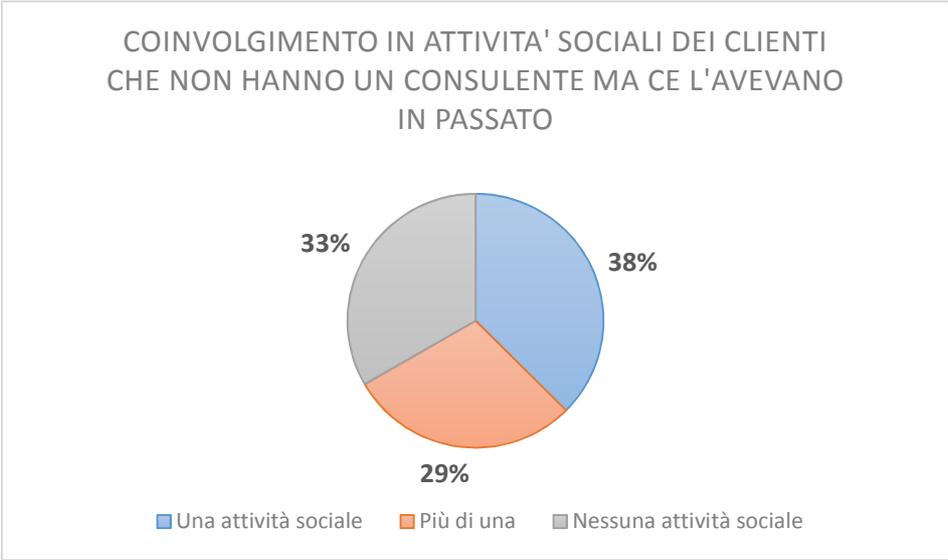


Grafico 22: Sociability clienti che non hanno mai avuto un consulente

4.2.5 BIG FIVE

Oggetto d'indagine sono state anche le cinque **dimensioni della personalità**, conosciute altrimenti come *Big 5 personality scale*, variabili sviluppate da Gosling, Rentfrow, & Swann nel loro articolo del 2003 "A very brief measure of the Big-Five personality domains". Queste

cinque dimensioni sono l'estroversione, l'amicalità, la coscienziosità, la stabilità emotiva e l'apertura alle nuove esperienze e vengono studiate per identificare il ruolo della componente personale nel rapporto tra individui, ossia quella componente della relazione non modificabile. Inoltre, possono essere anche utilizzate come degli indicatori della propensione di una persona a tenere determinati comportamenti: per esempio, una persona chiusa sarà anche meno propensa a partecipare ad attività sociali.

Nello specifico, per calcolare le Big 5 del campione in esame, viene chiesto agli intervistati di assegnare dei punteggi a cinque coppie di aspetti caratteriali identificativi delle dimensioni della personalità cercate⁶⁹, dove punteggi bassi significano che la caratteristica non è descrittiva del carattere e punteggi alti, invece, che la caratteristica è adeguata a descriverlo.

È doveroso sottolineare che queste valutazioni sulla personalità derivano da dati *self reported*, perciò contengono al loro interno un certo grado di soggettività.

I risultati del campione generale sono riportati nella tabella e nel grafico seguente:

Tabella 6 - Big 5 per la totalità degli intervistati

BIG 5 per la totalità degli intervistati - % di individui che assegnano il punteggio...	Estroversione	Amicalità	Coscienziosità	Stabilità emotiva	Apertura alle nuove esperienze
Punteggi da 1 a 5 - Livello basso della caratteristica	13%	1%	0%	0%	8%
Punteggi da 6 a 9 - Livello medio della caratteristica	54%	28%	11%	38%	44%
Punteggi da 10 a 14 - Livello alto della caratteristica	34%	70%	89%	62%	48%

⁶⁹ Per approfondire il metodo di calcolo dei punteggi vedere: <https://gosling.psy.utexas.edu/scales-weve-developed/ten-item-personality-measure-tipi/>

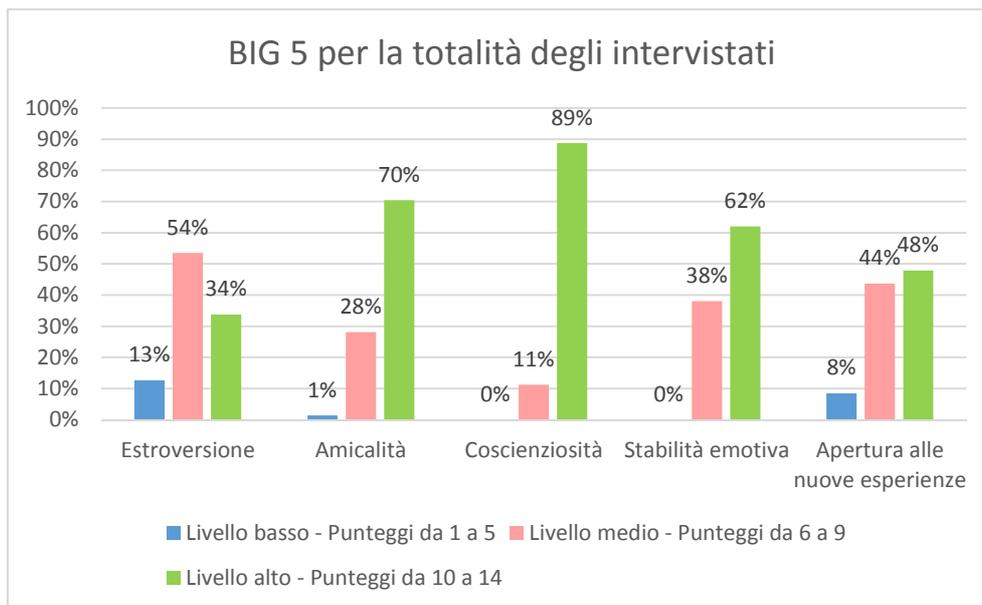


Grafico 23: Big 5 per la totalità degli intervistati

Come si può vedere dal grafico, la maggioranza del campione assegna punteggi alti per *coscienziosità*, *amicalità* e *stabilità emotiva*, mentre prevalgono punteggi appartenenti alla fascia medio/bassa per *estroversione* e *apertura alle nuove esperienze*.

Vediamo adesso quali tratti caratteriali prevalgono per i sottogruppi clienti con/senza consulente e clienti con consulente in passato ma ora non più.

Partendo dai **clienti che si affidano ad un consulente** per la gestione del patrimonio, si ipotizza che questi individui presentino alti punteggi per: *coscienziosità* (perché una persona coscienziosa è una persona più responsabile, che preferisce rischiare meno e, nel caso in esame, gestire il portafoglio con precisione), *amicalità* (perché le persone che presentano tale tratto della personalità sono quelle più empatiche e fiduciose verso gli altri) *estroversione* e *apertura alle nuove esperienze*. Mentre si ipotizza che il sottogruppo presenti punteggi più bassi per *stabilità emotiva*, perché tale caratteristica prevede che l'individuo sia calmo e sereno, mentre la letteratura dimostra che spesso coloro che si affidano ad un consulente lo fanno per ridurre l'ansia che l'investimento gli crea.

Tabella 7 - Big 5 per gli individui che hanno un consulente

BIG 5 per gli individui che hanno un consulente - % di individui che assegnano il punteggio...	Estroversione	Amicalità	Coscienziosità	Stabilità emotiva	Apertura alle nuove esperienze
Punteggi da 1 a 5 - Livello basso della caratteristica	8%	0%	0%	0%	11%
Punteggi da 6 a 9 - Livello medio della caratteristica	57%	35%	16%	49%	41%
Punteggi da 10 a 14 - Livello alto della caratteristica	35%	65%	84%	51%	49%

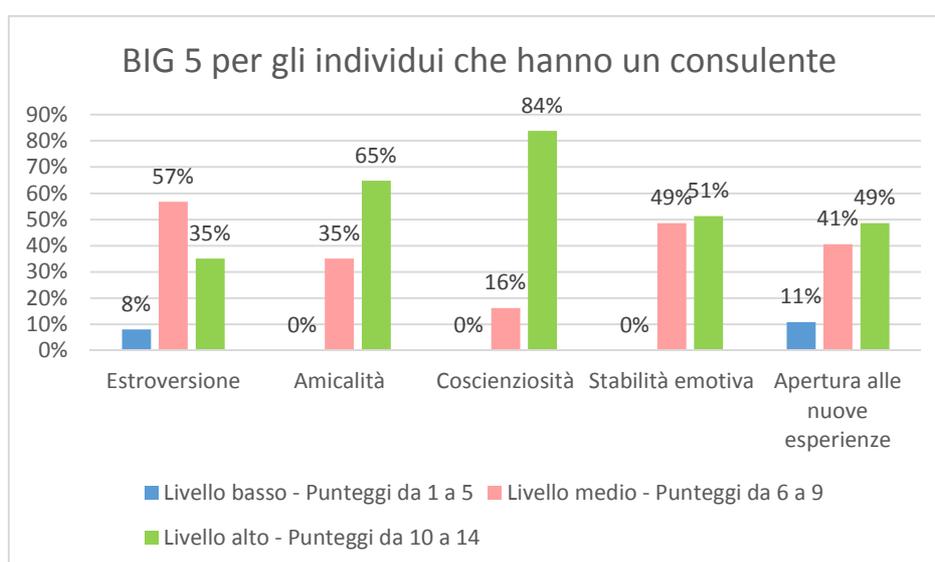


Grafico 24: Big 5 per gli individui che hanno un consulente

Come si vede dal grafico, la maggioranza degli intervistati (84%) dà punteggi più alti a coscienziosità e amicalità (65%), mentre una fetta minore di individui (51%) dà valori alti al tratto stabilità emotiva, rispecchiando le aspettative. Meno allineati alle previsioni si dimostrano i punteggi ottenuti da estroversione e apertura alle nuove esperienze che sono considerati dagli intervistati come tratti caratteriali mediamente o poco descrittivi della loro personalità.

Stesso studio viene fatto per i **clienti che avevano un consulente in passato ma ora non più**. Il fatto che in passato avessero richiesto il servizio di consulenza finanziaria denota che il loro carattere propendeva per l'amicalità e la coscienziosità (per lo stesso motivo spiegato per il sottogruppo appena descritto). Ma, a differenza del campione

precedente, questi individui attualmente non hanno più bisogno del servizio di consulenza finanziaria probabilmente perché presentano maggior *overconfidence* che li rende più sicuri e calmi nella gestione del portafoglio o, in altre parole, presentano maggiore stabilità emotiva. Di conseguenza ci si aspetterà un elevato numero di punteggi alti per tutte e tre le dimensioni caratteriali citate:

Tabella 8 - Big 5 per gli individui che avevano un consulente

BIG 5 per gli individui che avevano un consulente in passato ma ora non più - % di individui che assegnano il punteggio...	Estroversione	Amicalità	Coscienziosità	Stabilità emotiva	Apertura alle nuove esperienze
Punteggi da 1 a 5 - Livello basso della caratteristica	20%	0%	0%	0%	10%
Punteggi da 6 a 9 - Livello medio della caratteristica	50%	10%	0%	20%	40%
Punteggi da 10 a 14 - Livello alto della caratteristica	30%	90%	100%	80%	50%

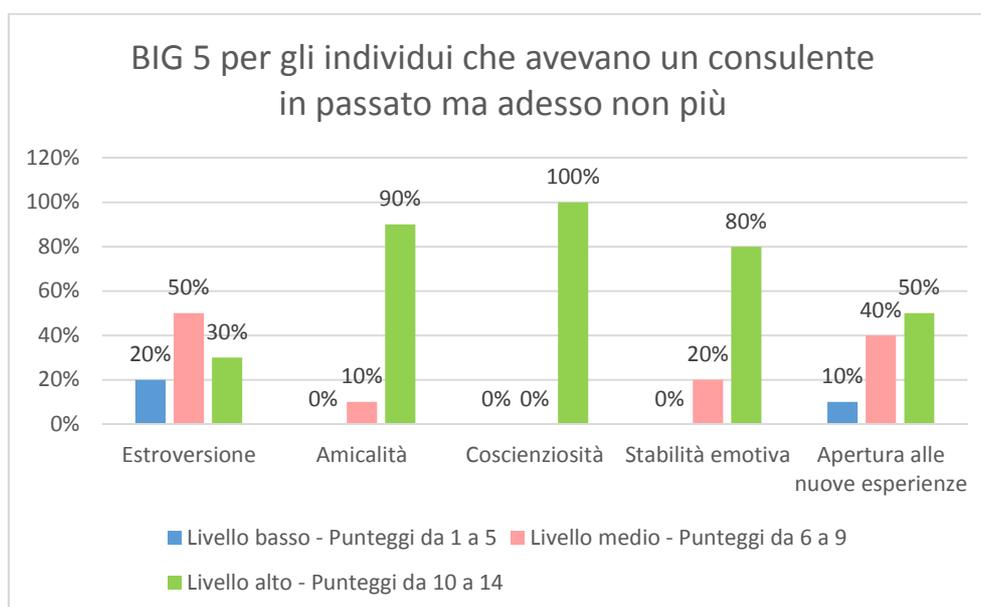


Grafico 25: Big 5 per gli individui che avevano un consulente

Infatti, il maggior numero di punteggi alti è stato assegnato dagli intervistati a: coscienziosità (100%), amicalità (90%) e stabilità emotiva (80%), mentre estroversione

e apertura alle nuove esperienze anche in questo caso vengono considerate dalla maggioranza come mediamente o poco descrittive della loro personalità.

Diventa difficile l'analisi dei tratti caratteriali per il campione di **clienti che non hanno mai avuto un consulente**, perché non si conoscono le motivazioni che li spingono a non affidarsi a tale servizio: infatti, questi individui potrebbero avere elevata *overconfidence* (e quindi elevata stabilità emotiva) che li porta a gestire da soli il proprio patrimonio; oppure potrebbero avere una personalità totalmente opposta, come ad esempio potrebbero diffidare del sistema finanziario e quindi avere paura di investire il proprio denaro nel mercato (poco aperti a nuove esperienze).

Se ci si sofferma sull'età media e sul reddito di questa tipologia di clienti (variabili studiate nel paragrafo 4.2.2) si vede che il campione è composto prevalentemente da individui non troppo giovani (età media di 42 anni) e con reddito medio compreso tra i 15.000 e i 45.000 euro l'anno. Per di più, si ricorda che è proprio in questo sottogruppo che si concentra la percentuale maggiore di soggetti con reddito elevato (maggiore di 70.000 l'anno). Ciò significa che questo campione non è composto, come si potrebbe pensare, da risparmiatori giovani e con reddito basso che non si affidano ad un consulente perché il loro patrimonio è troppo poco rilevante per essere gestito, ma al suo interno si concentrano molte tipologie di clienti differenti le cui motivazioni che li tengono lontani del servizio di consulenza finanziaria sono ignote.

Di conseguenza, risulta impossibile fare delle ipotesi sulle caratteristiche della personalità di questo sottogruppo non avendo ulteriori informazioni sui suoi componenti, perciò ci si limita a riportare i risultati ottenuti dal questionario nella tabella e nel grafico seguente.

Tabella 9 - Big 5 per gli individui che non hanno mai avuto un consulente

Big 5 per gli individui che non hanno mai avuto un consulente - % di individui che assegnano il punteggio...	Estroversione	Amicalità	Coscienziosità	Stabilità emotiva	Apertura alle nuove esperienze
Punteggi da 1 a 5 - Livello basso della caratteristica	17%	4%	0%	0%	4%
Punteggi da 6 a 9 - Livello medio della caratteristica	50%	25%	8%	29%	50%
Punteggi da 10 a 14 - Livello alto della caratteristica	33%	71%	92%	71%	46%

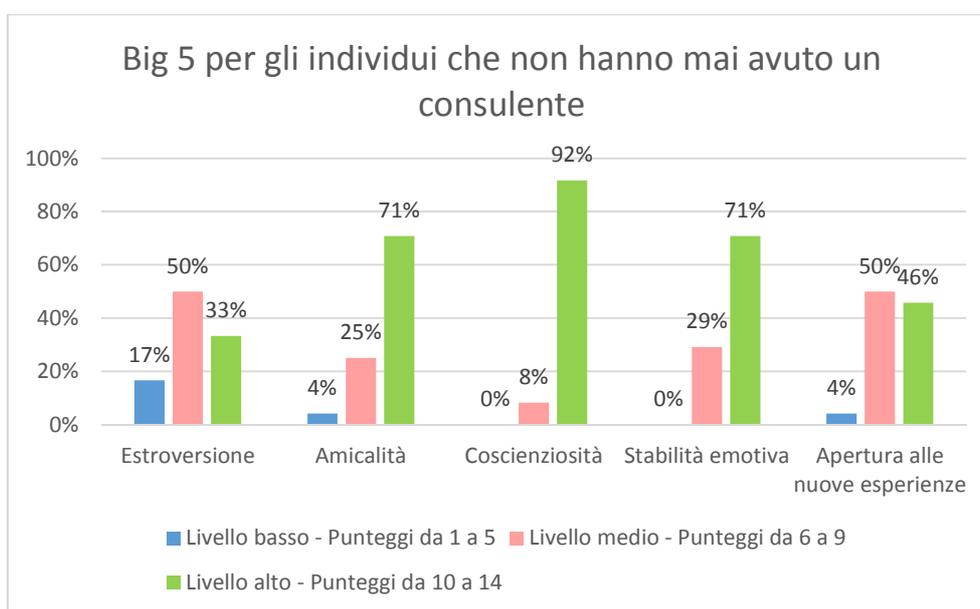


Grafico 26: Big 5 per gli individui che non hanno mai avuto un consulente

Interessante è anche confrontare le variabili **Big 5** con la variabile **sociability** per vedere se esistono delle correlazioni tra di esse. Per farlo si ritorna ad analizzare il campione degli intervistati nel suo complesso.

Poiché si pensa che i tratti della personalità di un individuo possano anche essere descrittivi del suo modo di vivere e delle sua propensione a compiere determinate azioni, si vuole vedere se le risposte date dal campione degli intervistati relativamente alla loro personalità vengano confermate anche dal comportamento che questi tengono all'interno della società.

Perciò, si potrebbe supporre che gli individui più estroversi, amichevoli, coscienti, stabili emotivamente e aperti alle nuove esperienze siano anche quelli più sociali, più attivi nella comunità; mentre quelli che presentano caratteristiche contrarie a quelle precedenti, e quindi più chiusi, riservati etc., siano anche meno interessati a partecipare ad attività sociali.

In particolare il campione viene diviso in tre sottogruppi: quello degli *individui che non partecipano a nessuna attività sociale*, quello degli *individui che partecipano ad una attività sociale* e, per ultimo, quello degli *individui che partecipano a più di una attività sociale*. Ogni appartenente al gruppo ha dato un punteggio a ciascuno dei cinque tratti della personalità. Il punteggio medio ottenuto dalle 5 variabili viene riportato per ciascun gruppo nella tabella e nel grafico seguente.

Tabella 10 - Big 5 e sociability

Punteggi medi ottenuti da ciascun aspetto della personalità raggruppati per partecipazione ad attività sociali	Estroversione	Amicalità	Coscienti	Stabilità emotiva	Apertura alle nuove esperienze	Sociability		
						% individui con consulente	% individui che avevano un consulente in passato ma ora non più	% individui che non hanno mai avuto un consulente
Nessuna attività sociale	7	10	12	11	8	1%	3%	11%
Una attività sociale	9	11	12	10	9	34%	4%	13%
Più di una attività sociale	9	11	12	10	10	17%	7%	10%
						52%	14%	34%

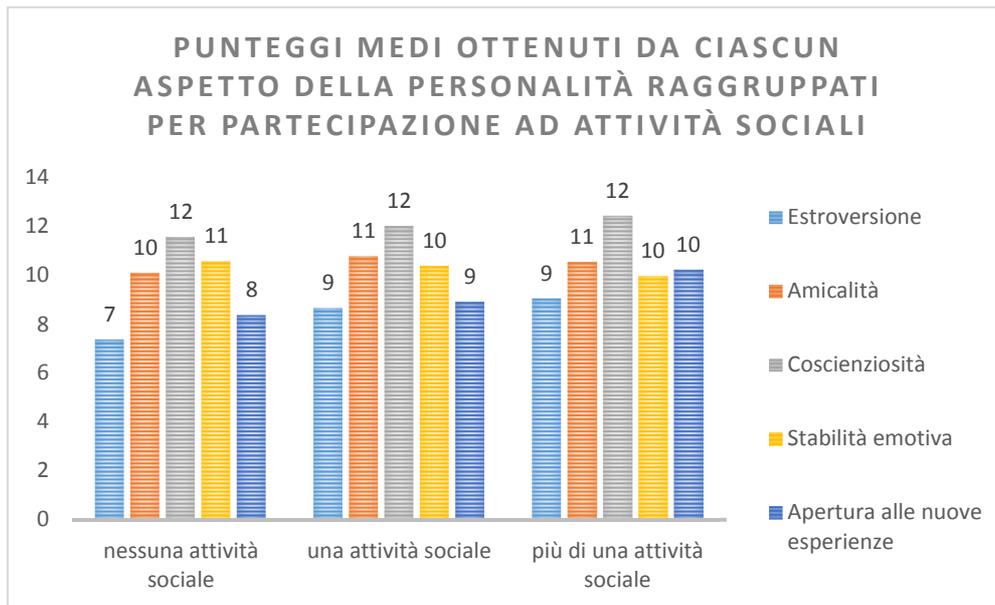


Grafico 27: Big 5 e sociability

Pur essendo molto sottili le differenze fra i punteggi dei tre gruppi, le persone più sociali hanno assegnato punteggi leggermente più elevati alle caratteristiche *estroversione*, *amicalità* e *apertura alle nuove esperienze* in linea con quanto ci si aspettava. Parallelamente, si vede come il punteggio per le caratteristiche *coscienziosità* e *stabilità emotiva* non rispecchiano quanto ipotizzato: mentre la prima presenta i medesimi punteggi per tutti e tre i gruppi, la seconda, invece, ottiene un punteggio minore nei gruppi più sociali di quello che ottiene nel gruppo degli individui che non partecipano a nessuna attività.

4.2.6 AVVERSIONE AL RISCHIO E ATTEGGIAMENTO VERSO IL TEMPO

Per indagare il livello di **avversione al rischio** del campione oggetto di studio è stato chiesto agli intervistati se, nel caso avessero la possibilità di acquistare un titolo che presenta uguale probabilità di guadagno e di perdita, pagherebbero per esso un valore minore, maggiore o uguale al suo valore atteso (nella domanda pari a 5.000€).

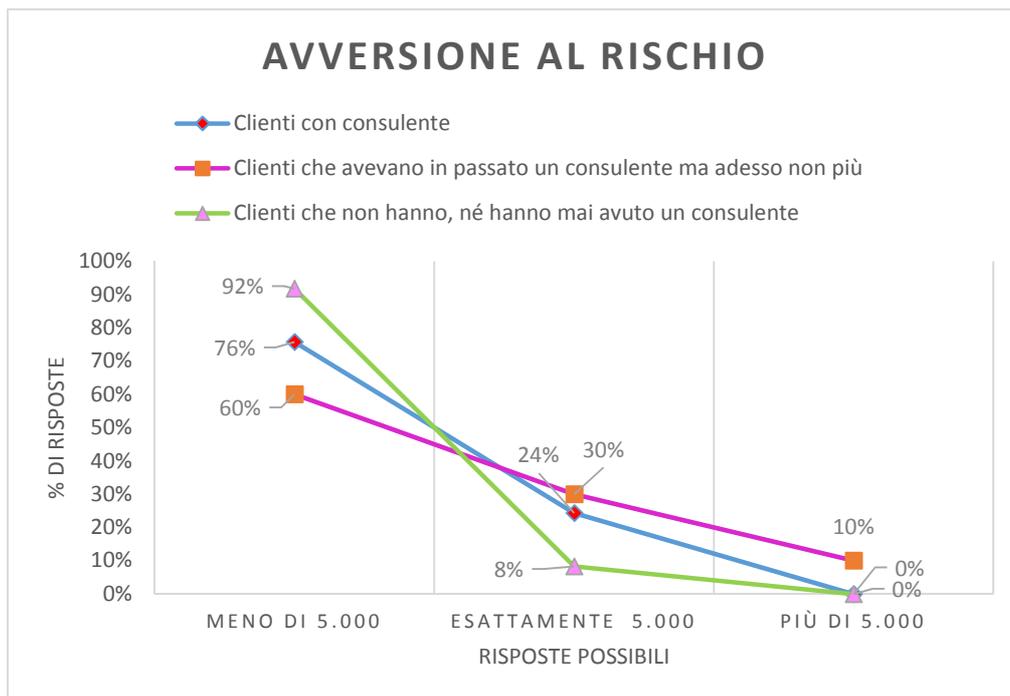


Grafico 28: Avversione al rischio

Tutti gli individui che hanno affermato che pagherebbero il titolo “meno di 5.000 €” (ossia meno del suo valore atteso) mostrano un’alta avversione al rischio, quelli che hanno risposto “esattamente 5.000 €” si dimostrano neutrali mentre quelli che hanno scelto la risposta “più di 5.000 €” presentano un’avversione al rischio più bassa.

In particolare, dal grafico si può notare come i clienti che non hanno un consulente finanziario sono quelli che presentano maggiore avversione al rischio, seguiti dai clienti con consulente e da quelli che avevano un consulente in passato mentre adesso non più. Il fatto che quest’ultimi due gruppi citati mostrino avversione al rischio più bassa è in linea con le teorie che vedono la consulenza finanziaria come mezzo per diminuire la percezione di rischiosità degli investitori e come spinta per avvicinare questi al mercato (vedi ad esempio lo studio di Gennaioli et al. paragrafo 2.5.2). Interessante è notare che il gruppo di individui che presenta minore avversione al rischio è quello dei clienti che avevano un consulente in passato ma che adesso non ce l’hanno più: tale caratteristica, insieme al fatto che decidano di gestire il loro patrimonio in autonomia (pur avendo avuto in passato esperienza di consulenza), può trovare spiegazione nella presenza di maggior *overconfidence* in capo a questi che li rende più sicuri nel processo di investimento.

Oggetto di studio è stato anche l'**atteggiamento verso il tempo** dei partecipanti al sondaggio. La domanda proposta nel questionario chiedeva loro se, a seguito di una vincita al gioco, avrebbero preferito ricevere tutto il capitale subito o dilazionato nel tempo.

Come si può vedere dal grafico, la maggior parte degli individui di tutte e tre le categorie studiate ha risposto che preferisce avere il denaro subito piuttosto che averlo dilazionato in rate costanti negli anni successivi alla vincita. Ciò conduce a pensare che la maggior parte di essi sia più *impaziente* e preferisca avere in mano tutto il premio oggi, piuttosto che una piccola rendita mensile di durata decennale.

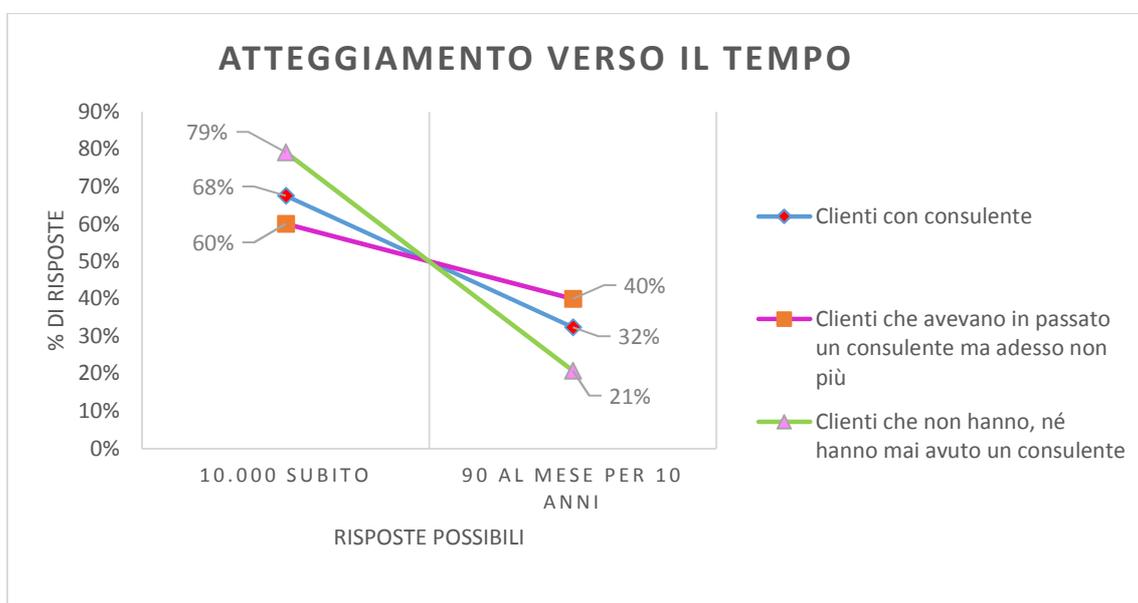


Grafico 29: Atteggiamento verso il tempo

4.3 SEZIONE II DEL QUESTIONARIO

I CLIENTI CHE HANNO AVUTO UN CONSULENTE IN PASSATO MA ATTUALMENTE NON PIU'

4.3.1 CONSULENTE IN PASSATO MA NON ORA

In questa seconda sezione si focalizza l'attenzione sul gruppo di clienti che aveva un consulente in passato ma che adesso non ce l'ha più.

La prima domanda di tale serie ha lo scopo di indagare quali siano le **ragioni per cui al momento gli individui** rispondenti **non hanno più un consulente**. Le motivazioni che hanno portato alla rottura del rapporto sono molteplici, ma possono essere riassunte nelle seguenti:

- Il consulente ha cambiato banca e il cliente non l'ha seguito;
- Il cliente ha cambiato banca e il consulente era legato alla banca precedente;
- Il cliente ha avuto un'esperienza negativa con il vecchio consulente che l'ha portato a troncare il rapporto;
- Il patrimonio dell'intervistato attualmente non è abbastanza rilevante da essere investito;
- Il cliente preferisce essere libero di relazionarsi ogni volta con operatori diversi.

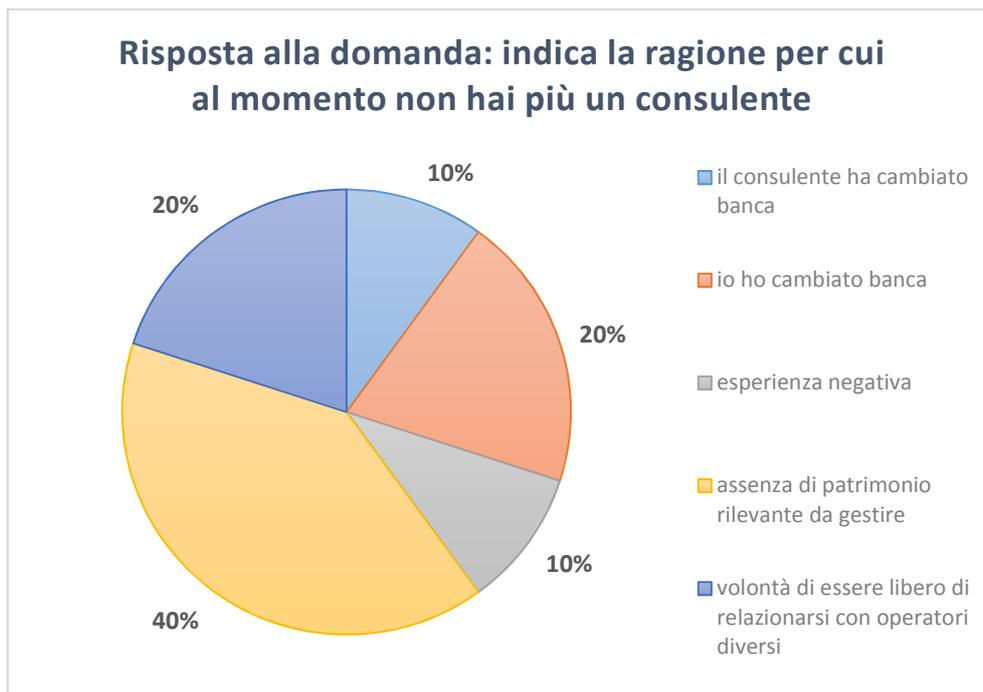


Grafico 30: Ragione per cui non hai più un consulente

Come si può vedere dal grafico, la motivazione principale (40%) che ha portato alla chiusura del rapporto tra cliente e consulente finanziario è il fatto che il primo non aveva più un patrimonio rilevante da gestire. Il cambiamento di banca del cliente o del consulente seguono questa prima ragione con una percentuale del 20% mentre per ultime si possono trovare le esperienze negative e la volontà degli intervistati di essere liberi di relazionarsi ogni volta con operatori diversi (10%).

Il questionario procede chiedendo ai soggetti **se vorrebbero avere di nuovo un consulente** e i dati raccolti dimostrano che la maggioranza di essi preferisce di no (70% contro il 30% dei si).



Grafico 31: Vorresti avere di nuovo un consulente?

Alla minoranza che ha risposto di sì alla precedente domanda è stato chiesto di pensare a **quali caratteristiche dovrebbe avere il loro nuovo consulente finanziario.**

È stata sottoposta loro una griglia simile a quella della tabella successiva dove sono state messe a confronto delle coppie di aspetti che il nuovo consulente dovrebbe avere ed è stato chiesto ai rispondenti di valutare quale aspetto di ciascuna coppia ritengano più importante:

Tabella 11 – Quali caratteristiche dovrebbe avere il tuo nuovo consulente

Caratteristica 1	Più importante caratteristica 1	Caratteristiche ugualmente importanti	Più importante caratteristica 2	Caratteristica 2
Dettaglio delle risposte ricevute	100%	0%	0%	Velocità nel dare le risposte fornite
Capacità di parlarti di argomenti tecnici	67%	0%	33%	Possibilità di parlare non solo di investimenti
Utilizzo di materiale preconfezionato o fornito dalla banca	67%	0%	33%	Utilizzo di appunti o materiale proprio
Tendenza a seguire le tue idee di investimento	33%	67%	0%	Tendenza a proporre nuovi temi e soluzioni
Durata della relazione	100%	0%	0%	Frequenza degli incontri
Discutere di temi relativi al tuo patrimonio	33%	67%	0%	Discutere di temi diversi dal tuo patrimonio
Incontri su appuntamento	33%	0%	67%	Flessibilità nel comunicare (orari, luoghi, mezzi)

Come si può vedere, la maggioranza degli intervistati preferisce che il consulente fornisca loro risposte il più dettagliate possibili, che sia capace di parlare di argomenti tecnici e che utilizzi materiale preconfezionato o fornito dalla banca durante gli incontri, tutti aspetti appartenenti più alla dimensione *scambio* che alla dimensione relazione. Allo stesso tempo, però, la maggioranza di essi ritiene ugualmente importanti sia la possibilità di parlare con il proprio consulente di temi relativi al patrimonio (*scambio*) sia la possibilità di parlare di temi diversi da questo (*relazione*).

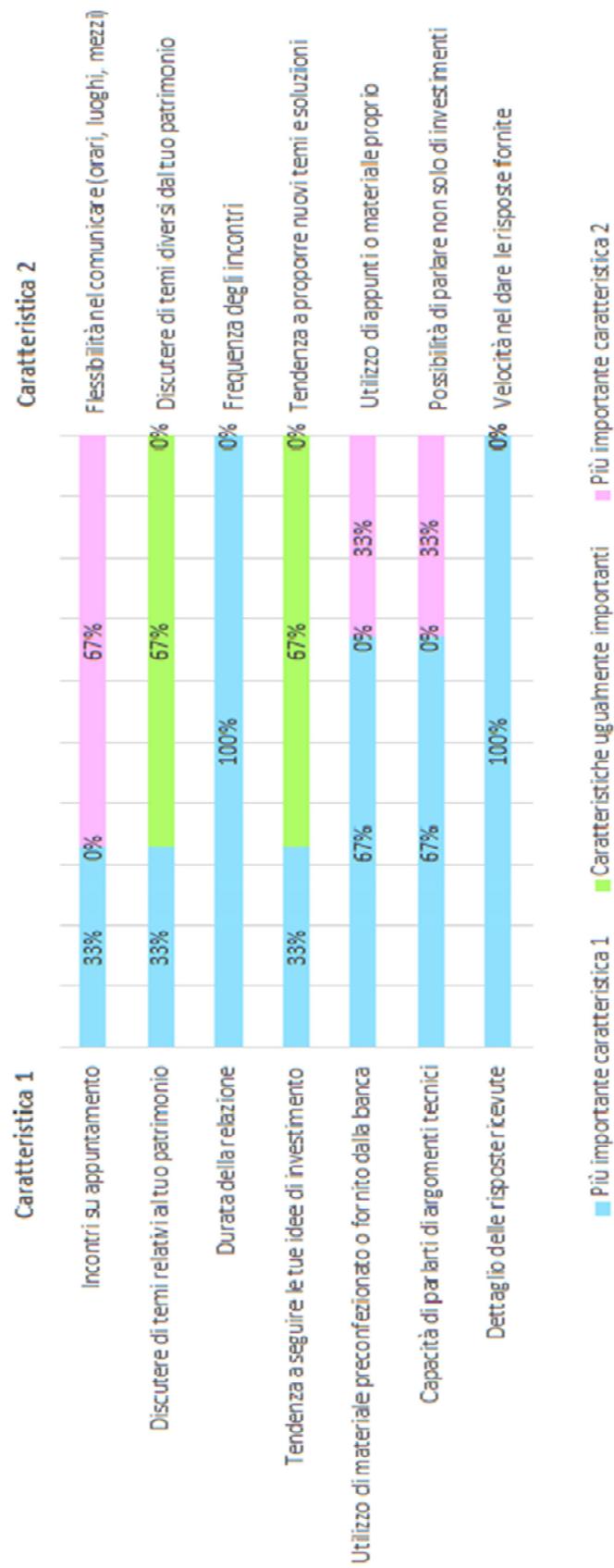
Perciò si può dire che gli individui che avevano un consulente in passato ma che adesso non ce l'hanno più, anche se ricercano nel futuro rapporto di consulenza principalmente una relazione basata sullo scambio vantaggioso non disdegnano del tutto la possibilità di ricevere da essa qualcosa di più del puro ritorno economico, come ad esempio la creazione di un legame con il consulente. Quanto detto permette di dare una **prima risposta alla domanda di ricerca numero 4**.

Interessante è anche notare che i risparmiatori siano all'unanimità concordi sull'importanza di instaurare un rapporto duraturo con il consulente: infatti, preferiscono incontrarsi meno frequentemente con il professionista a favore però di una relazione stabile che presenti una continuità negli anni.

Infine, risalta che la maggioranza dei clienti apprezzerrebbero che il loro futuro consulente si mostrasse flessibile nel comunicare con loro essendo raggiungibile anche in orari o in luoghi diversi da quelli dell'istituto di credito o attraverso mezzi di comunicazione alternativi a quelli istituzionali, invece di limitare gli scambi informativi ai soli appuntamenti fissati. Questi ultimi due risultati aiutano a delineare la figura del "consulente ideale" ricercata dalla **domanda 7**.

Quanto detto è riportato anche graficamente nell'immagine di pagina seguente.

Caratteristiche che il tuo nuovo consulente dovrebbe avere



4.4 SEZIONE III DEL QUESTIONARIO I CLIENTI SEGUITI DA UN CONSULENTE

4.4.1 PROFILO CONSULENTE

In questa terza sezione si passa ad analizzare nello specifico la categoria di clienti che sono attualmente seguiti da un consulente nella gestione del proprio patrimonio.

I primi due quesiti del seguente blocco di domande chiedono ai risparmiatori **da quanto tempo dura il loro rapporto di consulenza attuale** e **da quanti anni conoscono il professionista** che li segue.

Come si può vedere dal grafico, la maggior parte degli intervistati (95%) ha risposto che conosce ed è cliente del proprio consulente da più di un anno.

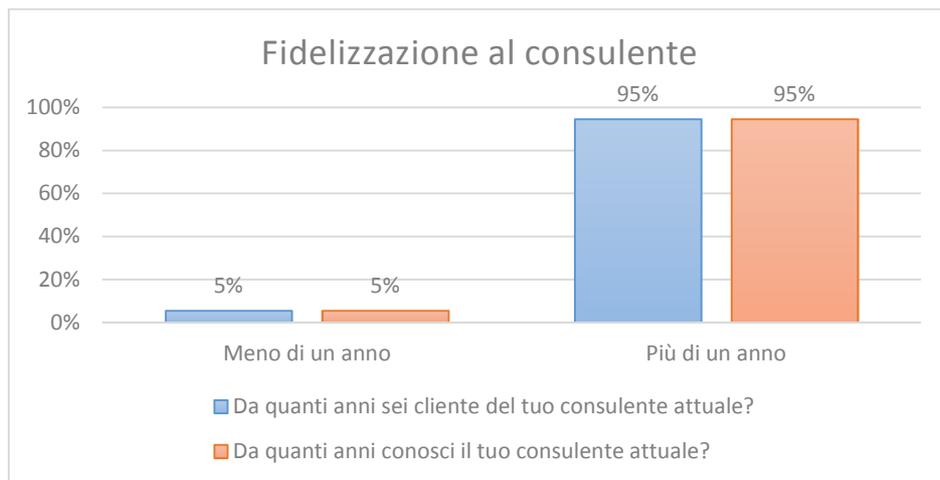


Grafico 32: Da quanti anni sei cliente/conosci il tuo consulente attuale?

Con una successiva domanda si è voluto approfondire questo aspetto chiedendo **nello specifico la durata del rapporto**. Le risposte sono illustrate nel seguente grafico:



Grafico 33: Numero di anni che sei cliente del tuo consulente attuale

Raggruppando le risposte fornite all'interno di 3 archi temporali, si vede come il 39% degli intervistati afferma che il loro rapporto con il consulente prosegue in media dai 2 ai 5 anni, il 32 % dai 6 ai 10 anni e il 29 % supera i 10 anni.

È stato successivamente chiesto loro **se avessero avuto altri consulenti prima** di quello attuale: la maggioranza ha risposto di sì.

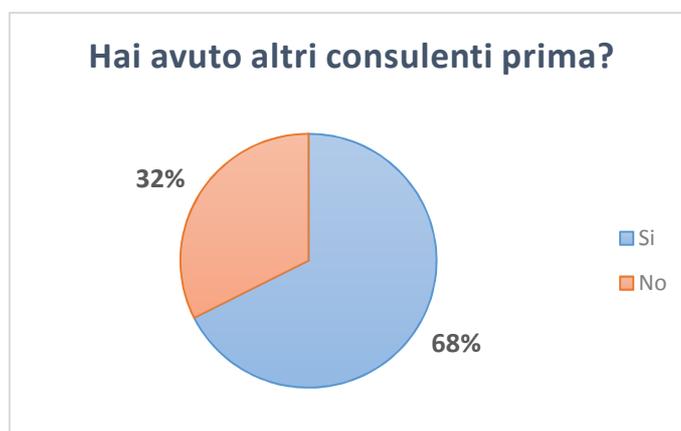


Grafico 33b: Hai avuto altri consulenti prima?

Ci si sofferma sui clienti che non hanno avuto altri consulenti prima di quello attuale con lo scopo di indagare da quanti anni questi sono **“fedeli” al professionista**. Interessante è intrecciare questa variabile anche con la variabile “livello di fiducia verso il consulente”. I risultati sono riportati nel seguente grafico:

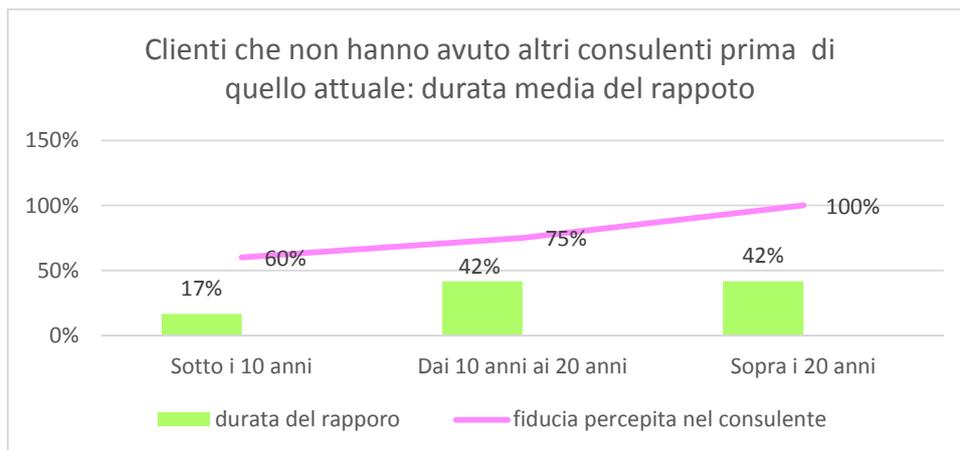


Grafico 34: Durata del rapporto con il consulente

Come si può vedere la maggior parte degli intervistati che sono rimasti fedeli allo stesso professionista ha risposto che il loro rapporto prosegue da più di 10 anni e man mano che gli anni di collaborazione aumentano aumenta anche la fiducia nel consulente. Inoltre, si è trovato che la maggioranza dei clienti che sono rimasti fedeli allo stesso consulente sono in media quelli più anziani, cioè quelli che presentano un'età che supera i 45 - 50 anni.

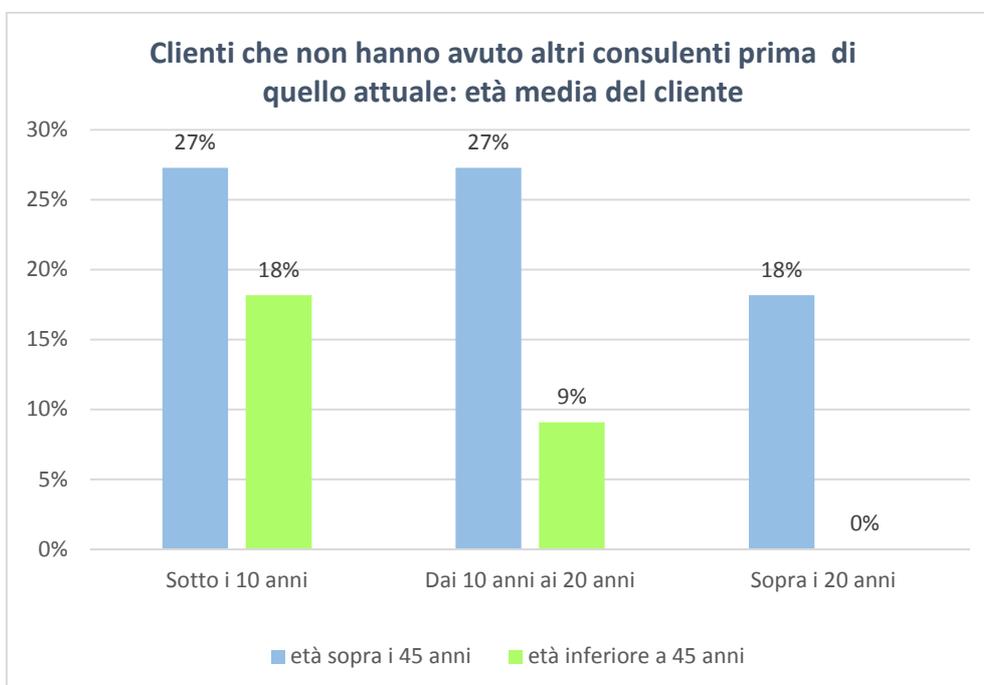


Grafico 35: Età media dei clienti che non hanno avuto altri consulenti prima di quello attuale

Tornando a considerare il campione al completo, la domanda successiva del questionario è stata proposta ai clienti con lo scopo di indagare il **genere del consulente** che attualmente li segue e **la sua età**; si è trovato che, la maggior parte dei professionisti sono di sesso maschile (65% contro il 35% di donne) e hanno un'età media che va dai 35 ai 50 anni (65%).

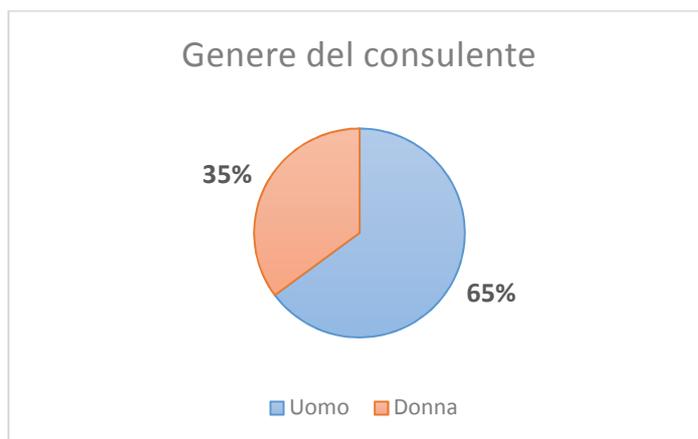


Grafico 36a: Genere del consulente

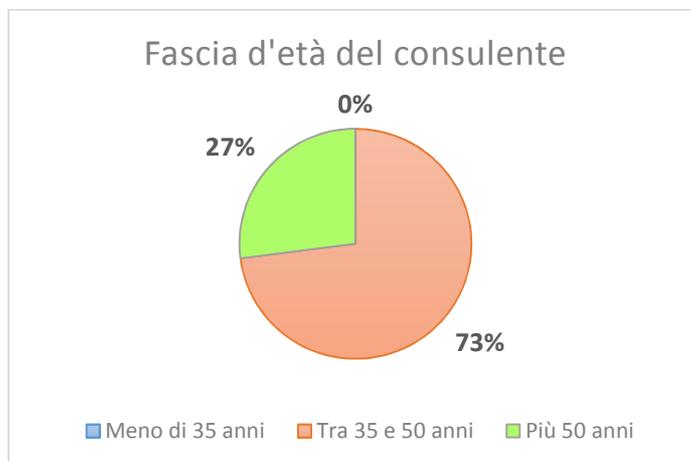


Grafico 36b: Età del consulente

In fine, agli intervistati che hanno risposto di aver avuto altri consulenti in passato è stata chiesta **la ragione per cui hanno cambiato consulente** passando a quello attuale; le risposte sono illustrate nel seguente grafico:

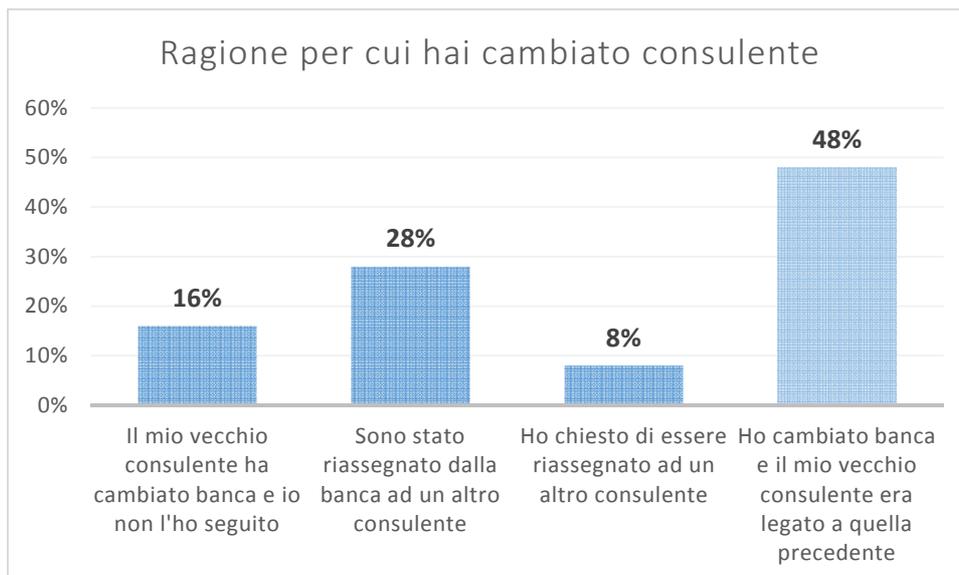


Grafico 37: Ragioni per cui hai cambiato consulente

Come si può vedere, la maggioranza di essi (48%) ha cambiato consulente perchè ha spostato i risparmi in un altro istituto di credito diverso da quello a cui era legato il consulente che li seguiva. La motivazione “sono stato riassegnato dalla banca ad un altro consulente” viene scelta dal 28% degli intervistati, la motivazione “il mio vecchio consulente ha cambiato banca e io non l’ho seguito” viene scelta dal 16% di essi e, infine, solo l’8% ha scelto “ho chiesto alla banca di essere riassegnato ad un altro consulente”.

4.4.2 TRUST ATTITUDE

Con lo scopo di analizzare il **livello di fiducia generale dei risparmiatori che si affidano ad un consulente**, vengono proposte loro alcune delle domande standard per il calcolo della fiducia generalizzata riprese dal *World Values Survey (WVS* – per maggiori approfondimenti vedere paragrafo 1.7.2).

La prima di queste chiedeva agli intervistati di esprimere qual è il loro livello di fiducia verso famiglia/vicini/conoscenti/persone che incontrano per la prima volta/persone di un’altra nazione. Le risposte sono illustrate nel grafico seguente.

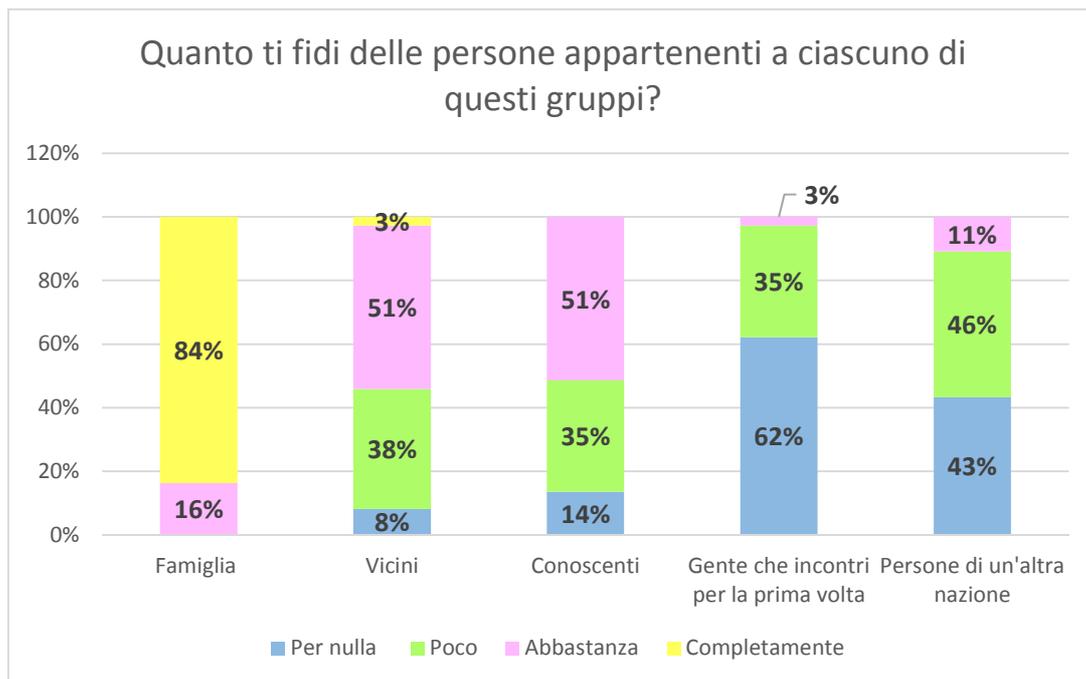


Grafico 38: Fiducia generalizzata verso altri gruppi di individui

Si nota con facilità che il livello di fiducia è medio-alto nei primi tre gruppi di persone (famiglia, vicini, conoscenti), mentre si abbassa drasticamente diventando basso o nullo nei confronti degli ultimi due gruppi di individui (gente che incontri per le prima volta, persone di un'altra nazionalità). Questi risultati sono perfettamente in linea con quanto affermato nello studio di Buchan e Croson del 2004 *"The boundaries of trust: own and others' actions in the US and China"* (vedi paragrafo 1.3.2) che dimostra come il livello di fiducia verso le altre persone diminuisce all'aumentare della **distanza sociale**.

La seconda domanda, invece, indagava il livello di fiducia dei rispondenti nei confronti delle istituzioni: sistema bancario italiano/banca/consulente.

Dal grafico che segue si può vedere che i clienti che si avvalgono del servizio di consulenza finanziaria mostrano un alto livello di fiducia verso la propria banca e verso il proprio consulente, mentre detengono un livello di fiducia medio-basso nei confronti del sistema bancario italiano.

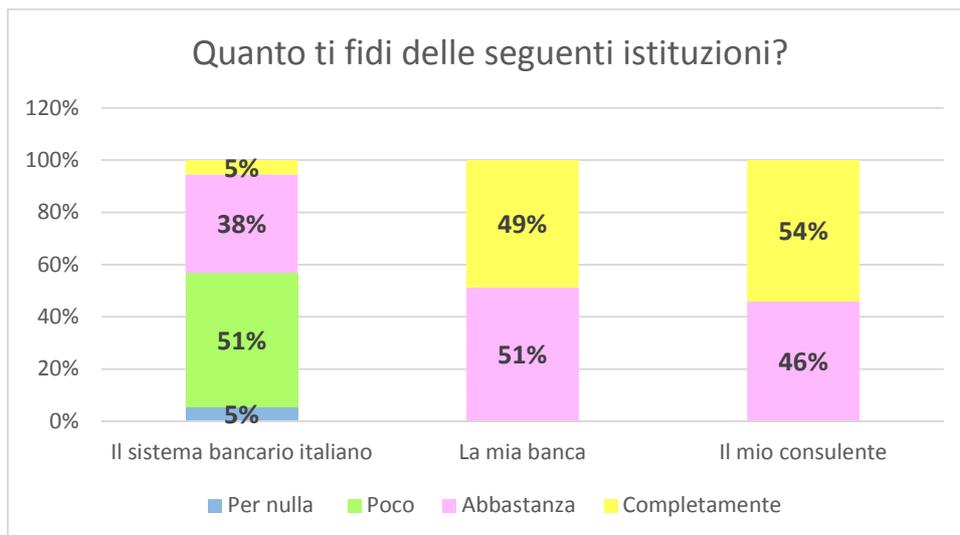


Grafico 39: Fiducia verso le istituzioni

4.4.3 EVOLUZIONE DELLA FIDUCIA

In questa sede, viene studiato **come si evolve**, al passare del tempo, **il livello di fiducia dei clienti** nei confronti del professionista che li segue. Per farlo, si utilizza un *metodo indiretto di misurazione della fiducia*, ossia si va ad indagare se la percentuale di patrimonio affidata alla gestione del consulente aumenti, rimanga invariata o diminuisca a distanza di un anno dall'inizio della relazione.

Questo perchè la percentuale di patrimonio affidato al consulente rispecchia quanto il risparmiatore si fidi di lui, dato che se quest'ultimo non si fidasse del professionista non gli affiderebbe in gestione il proprio denaro, ma, viceversa, se il consulente si dimostra affidabile il cliente sarà propenso ad investire una quota maggiore di capitale.

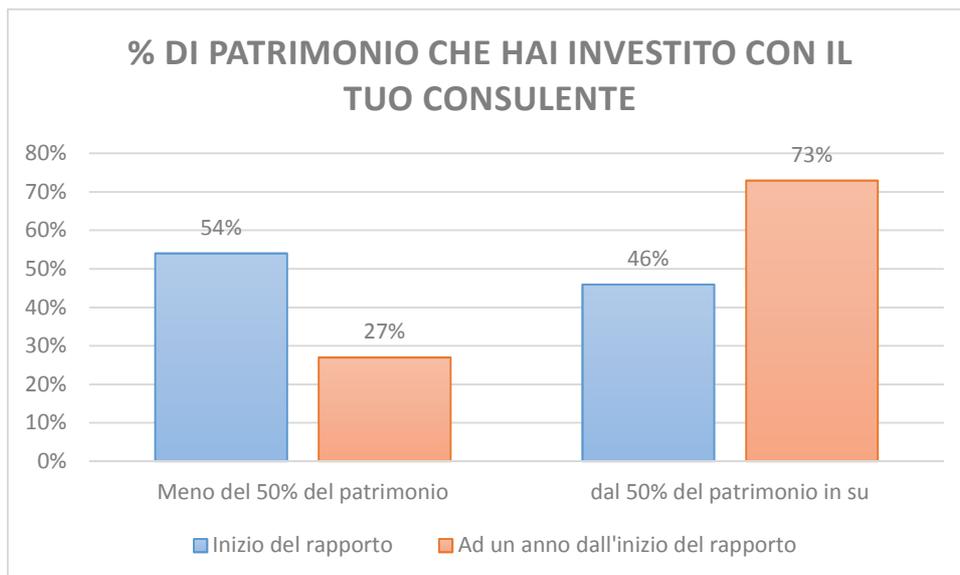


Grafico 40: Evoluzione della fiducia

Dal grafico è facilmente visibile che ad un anno di distanza dall'inizio del rapporto di consulenza in media la percentuale di capitale investito in prodotti finanziari aumenta. In particolare, si può notare che all'inizio del rapporto la maggior parte degli individui (54%) aveva investito meno del 50% del proprio patrimonio mentre, ad un anno dall'inizio del rapporto, la maggioranza (73%) ha deciso di aumentare la percentuale investendo una cifra superiore al 50% del totale. Di questi, il 32% ha deciso di investire addirittura il 100% dei propri risparmi, come si può vedere nel grafico successivo che riporta la situazione più nel dettaglio.

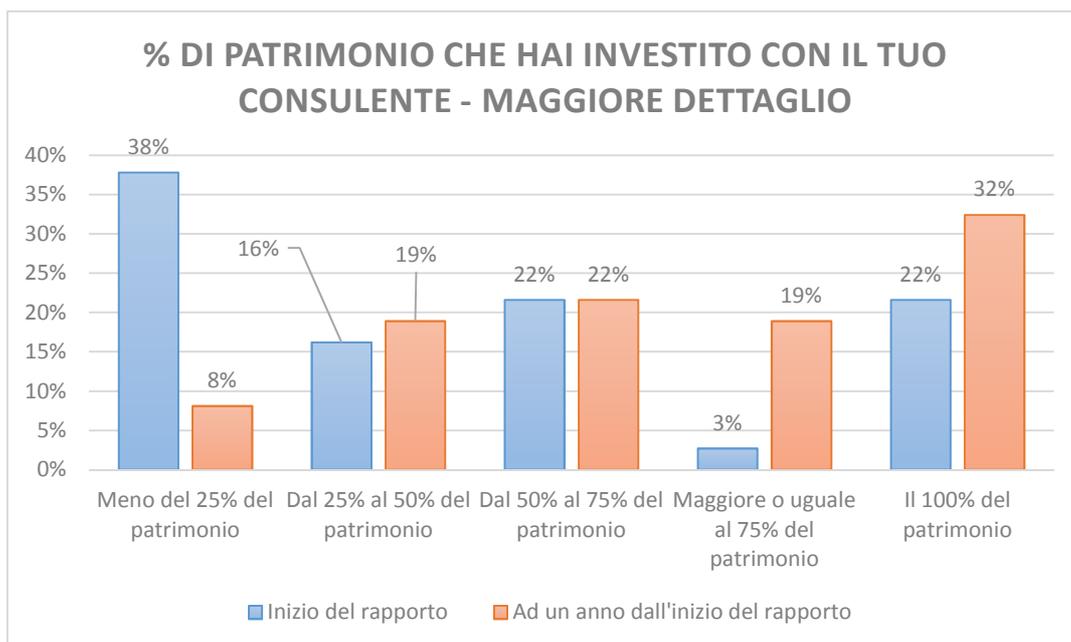


Grafico 41: Evoluzione della fiducia - Maggiore dettaglio

Quanto trovato dimostra che se il consulente finanziario conquista la fiducia dei risparmiatori (e come visto nel paragrafo precedente la fiducia del campione in esame verso il professionista è alta) questi saranno anche propensi a investire di più nel mercato finanziario perché si sentono in “buone mani” e percepiscono meno rischioso l’investimento in prodotti finanziari. Infatti, come evidenziato nel paragrafo 4.2.6 gli individui seguiti da un consulente finanziario presentano una minore avversione al rischio di quelli che non si sono mai rivolti ad un professionista del settore (facilmente visibile nel grafico “avversione al rischio”).

Quanto trovato permette di rispondere alla **domanda di ricerca numero 2**: lo studio del campione in esame mostra che, con il passare del tempo, la fiducia tra cliente e consulente si consolida e diventa più forte al punto da portare i risparmiatori a dare in gestione al professionista una quota di capitale maggiore rispetto a quella iniziale.

Per testare se tale risposta possa essere considerata affidabile, si misura con il test di Wilcoxon (Mann-Whitney)⁷⁰ sui ranghi se la *misura di fiducia indiretta iniziale* è statisticamente diversa dalla *misura di fiducia indiretta consolidata*. La conferma della loro

⁷⁰ Il test di Wilcoxon (Mann-Whitney) sui ranghi è un test non parametrico il cui scopo è identificare se due gruppi indipendenti appartengono alla stessa popolazione.

diversità si avrà per risultati di p-value minori di 0.05, valori che rendono nulla l'ipotesi riportata in tabella “*Fiducia indiretta iniziale = Fiducia indiretta consolidata*”

Tabella 12 - Test statistico: la fiducia indiretta evolve nel tempo

Ipotesi	Ipotesi nulla	Statistica test (z)	P(z)
La fiducia indiretta evolve nel tempo	Fiducia indiretta iniziale = Fiducia indiretta consolidata	-2.939	0.0033

Come si può vedere, il p-value risulta minore di 0.05, confermando che le due misure di fiducia indiretta sono statisticamente differenti tra loro. Ciò dimostra che i risultati trovati in questo paragrafo sono da considerarsi veritieri, ossia che si assiste ad un'evoluzione temporale della fiducia.

4.4.4 ADVICE CONTENT

Si è voluto, successivamente, indagare quali siano gli **elementi che hanno influenzato positivamente la decisione dei risparmiatori di avere un consulente finanziario**. Ai clienti è stato chiesto di assegnare un punteggio da 1 a 7 ai fattori riportati nel grafico successivo, dove 1 indica che quel fattore è stato poco importante, 7 che lo è stato molto.

Saltano subito all'occhio gli elementi che sono stati ritenuti maggiormente importanti nella decisione se affidarsi o meno ad un consulente finanziario:

- 1- Il fatto che il professionista *può suggerire un numero maggiore di alternative di investimento, e più a basso costo*, di quelle che conosce il cliente
- 2- Il fatto che il consulente ha *maggior esperienza* del settore finanziario rispetto al risparmiatore e quindi è più probabile che gestisca in sicurezza il patrimonio poiché ha una *conoscenza migliore del mercato finanziario*, soprattutto *in questo periodo di incertezza economica*.

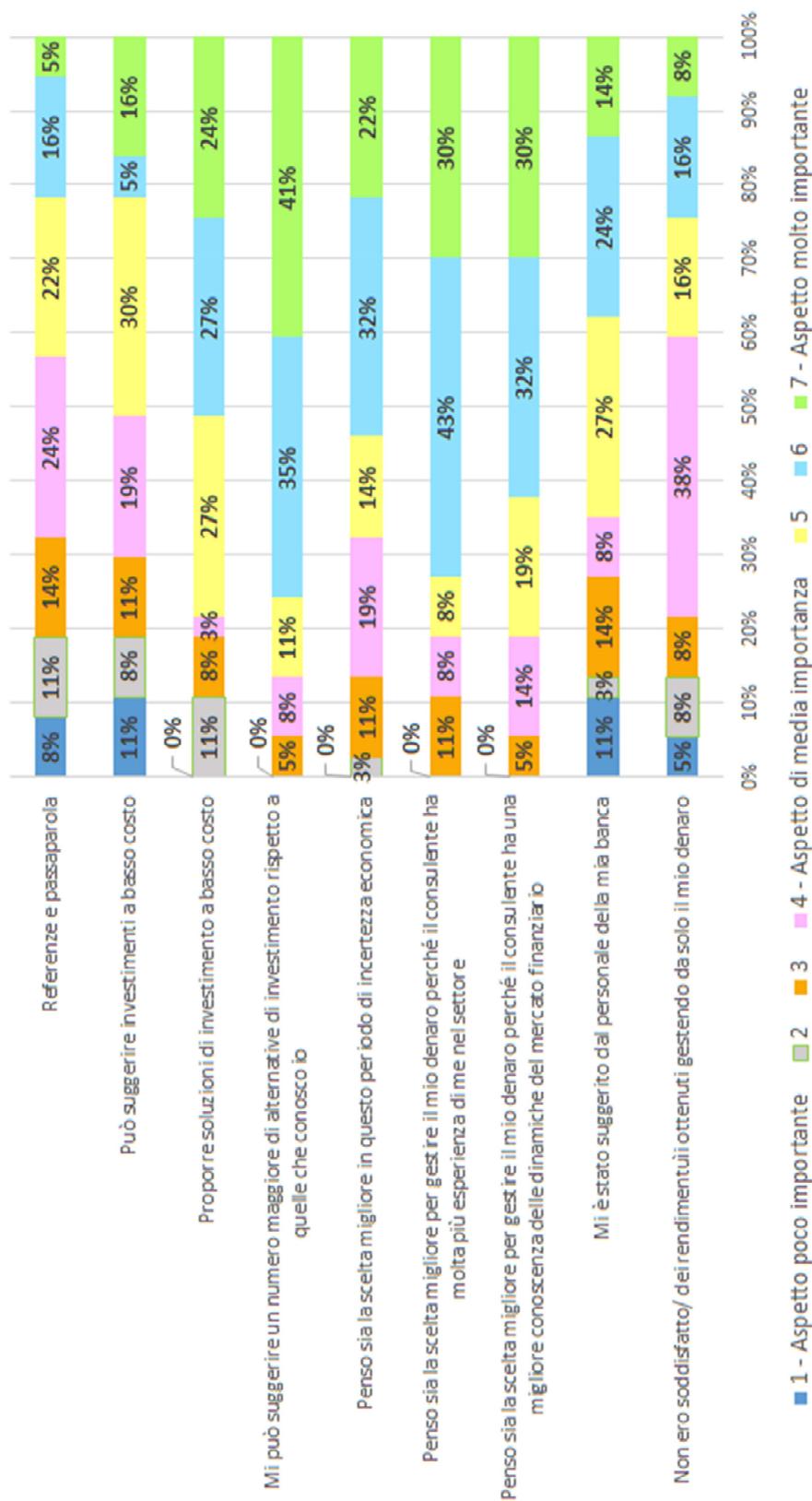
Queste risposte richiamano alla mente la domanda di ricerca numero 6. Infatti, il primo gruppo di elementi sopracitati può essere ricondotto alla motivazione proposta da Gennaioli et al. che spinge i risparmiatori a fidarsi del consulente nella speranza di ottenere maggiori rendimenti rispetto a quelli che da soli riuscirebbero a raggiungere (a

causa di mancanza di tempo da dedicare alla gestione del patrimonio o a causa dell'incertezza a detenere attività troppo rischiose) e di ridurre l'ansia derivante dalla gestione autonoma del patrimonio.

Il secondo gruppo di elementi, invece, può essere ricondotto all'altra motivazione riconosciuta dagli autori che spinge l'individuo a fidarsi del consulente per superare la paura di cadere vittima di espropriazioni o truffe, sentimento che si acuisce in questi periodi di incertezza economica.

Di conseguenza, si può dire che le risposte date dai clienti partecipanti al progetto di ricerca possano essere ricondotte alle motivazioni che spingono un investitore a cercare il servizio di consulenza finanziaria proposte da Gennaioli et al. nell'articolo *Money Doctor*, rispondendo, perciò, positivamente alla **domanda di ricerca 6**.

Elementi che hanno avuto importanza nella decisione di avere un consulente



4.4.5 PRATICHE RELAZIONALI

Interessante è anche studiare le pratiche relazionali che vengono adottate nel rapporto tra cliente e investitore finanziario.

Per prima cosa, è stato chiesto al cliente **quante volte in media si incontra**, durante l'anno, con il suo consulente. Le risposte sono riportate nel seguente grafico:

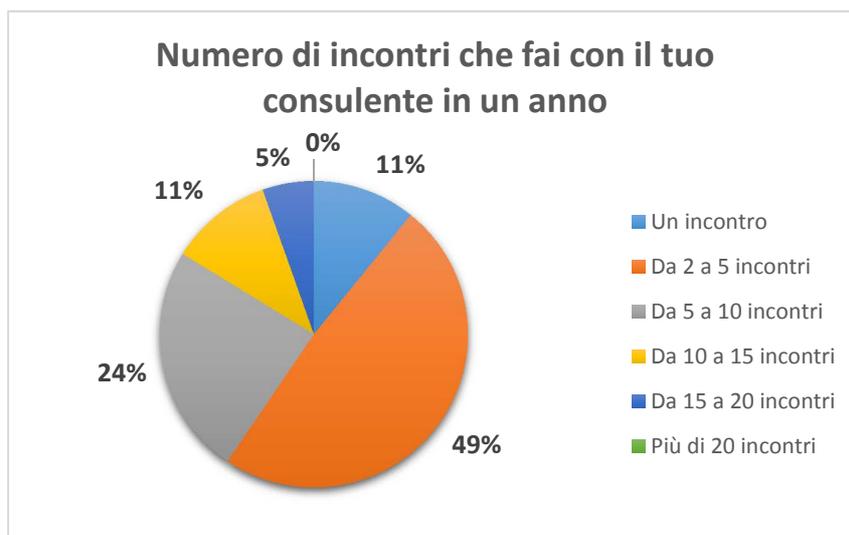


Grafico 42: Numero di incontri che fai con il tuo consulente in un anno

Come si può vedere, la maggior parte degli individui (60%) si incontra con il consulente in media da una a 5 volte l'anno, il 24% da 5 a 10 volte e il 16% da 10 a 20.

Successivamente, anche per questa categoria di clienti, si indagano le **caratteristiche del professionista** che influenzano positivamente il rapporto di consulenza (medesimo quesito sottoposto ai clienti che aveva un consulente in passato ma adesso non ce l'ha più, vedi paragrafo 4.3.1).

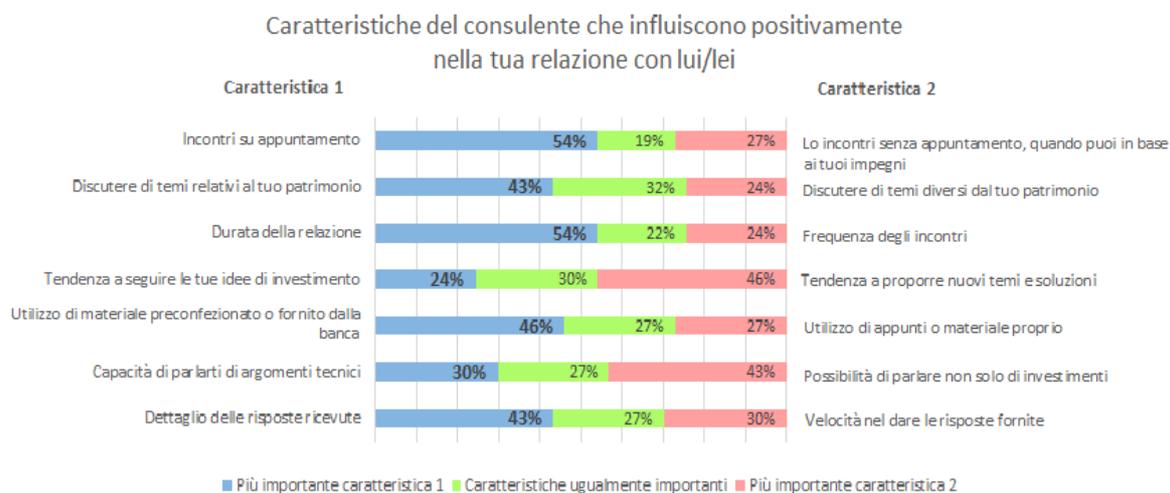
Vengono proposte agli intervistati delle coppie di aspetti e viene chiesto loro di valutare quale aspetto della coppia è più importante. Le risposte sono riportate nella tabella e nel grafico seguenti:

Tabella 13 - Caratteristiche che ritieni importanti del tuo consulente

Caratteristica 1	Più importante caratteristica 1	Caratteristiche ugualmente importanti	Più importante caratteristica 2	Caratteristica 2
Dettaglio delle risposte ricevute	43%	27%	30%	Velocità nel dare le risposte fornite
Capacità di parlarti di argomenti tecnici	30%	27%	43%	Possibilità di parlare non solo di investimenti
Utilizzo di materiale preconfezionato o fornito dalla banca	46%	27%	27%	Utilizzo di appunti o materiale proprio
Tendenza a seguire le tue idee di investimento	24%	30%	46%	Tendenza a proporre nuovi temi e soluzioni
Durata della relazione	54%	22%	24%	Frequenza degli incontri
Discutere di temi relativi al tuo patrimonio	43%	32%	24%	Discutere di temi diversi dal tuo patrimonio
Incontri su appuntamento	54%	19%	27%	Lo incontri senza appuntamento, quando puoi in base ai tuoi impegni

Pur con qualche leggera differenza, i risultati ottenuti sono simili a quelli della sezione II. La maggioranza degli individui preferisce che il consulente: risponda nel modo più dettagliato possibile anche a scapito della velocità con cui dà questa risposta; che utilizzi materiale preconfezionato o fornito dalla banca; che abbia la capacità di proporre nuovi temi e soluzioni di investimento; e, infine, che concentri la discussione su temi relativi al patrimonio del cliente e non perda tempo a parlare di questioni differenti, anche se relativamente al tema patrimonio, la maggioranza preferirebbe che il consulente non parlasse solo di argomenti tecnici ma che riuscisse a spaziare includendo anche altri argomenti, sempre legati al patrimonio ma diversi dagli investimenti (come ad esempio mutui o altri consigli finanziari).

Di conseguenza, quanto trovato contribuisce alla formulazione di una risposta per la **domanda di ricerca numero 4**: nel caso in esame, i risparmiatori danno più peso alla *dimensione scambio* che alla *dimensione relazione* nel rapporto di consulenza finanziaria.



Per approfondire ulteriormente l'analisi su quali delle due dimensioni citate sopra (scambio o relazione) si basi il rapporto di fiducia tra consulente e cliente, si torna momentaneamente alla domanda precedente che chiedeva agli intervistati quanti incontri annualmente tengono con il consulente. Ci si focalizza sulla minoranza degli intervistati (40%) che hanno risposto che **incontrano il consulente più di 5 volte l'anno**; come mai sentono il bisogno di vedere il consulente più spesso degli altri investitori? Probabilmente questi individui non cercano nella consulenza un rapporto basato solamente sul puro scambio vantaggioso, ma apprezzano anche la *dimensione relazionale* del rapporto, ossia necessitano che il professionista sia per loro una figura che li accompagni nel processo di investimento e una fonte di rassicurazione per superare l'ansia da questo derivante o la paura di cadere vittima di truffe. Per verificare se questa teoria possa avere un fondamento si indagano separatamente, per questo gruppo di individui, le caratteristiche del professionista che influenzano positivamente la loro relazione con il consulente.

Tabella 14 - Clienti che si incontrano più frequentemente con il professionista: caratteristiche importanti del consulente

Caratteristica 1	Più importante caratteristica 1	Caratteristiche ugualmente importanti	Più importante caratteristica 2	Caratteristica 2
Dettaglio delle risposte ricevute	47%	40%	13%	Velocità nel dare le risposte fornite
Capacità di parlarti di argomenti tecnici	20%	33%	47%	Possibilità di parlare non solo di investimenti
Utilizzo di materiale preconfezionato o fornito dalla banca	53%	27%	20%	Utilizzo di appunti o materiale proprio
Tendenza a seguire le tue idee di investimento	13%	33%	53%	Tendenza a proporre nuovi temi e soluzioni
Durata della relazione	53%	27%	20%	Frequenza degli incontri
Discutere di temi relativi al tuo patrimonio	40%	47%	13%	Discutere di temi diversi dal tuo patrimonio
Incontri su appuntamento	53%	33%	13%	Lo incontri senza appuntamento, quando puoi in base ai tuoi impegni

Dalla tabella è facilmente visibile che le risposte date dai risparmiatori in esame rispecchiano quasi alla perfezione le risposte date dal campione nella sua totalità, con un'unica eccezione: i dati mostrano che la maggioranza di questi considera ugualmente importanti sia la possibilità di parlare con lui di temi relativi al patrimonio sia la possibilità di parlare altresì di temi diversi dal patrimonio. Di conseguenza, si può dire che questi risparmiatori diano peso anche alla dimensione *relazionale* del rapporto di consulenza (oltre a quella di scambio), che dà al cliente il beneficio di riduzione dell'ansia o di maggiore rassicurazione.

Stessa verifica viene fatta per gli **intervistati che si incontrano con il consulente meno di 5 volte all'anno** (la maggioranza del campione).

Tabella 15 - Clienti che si incontrano meno frequentemente con il professionista: caratteristiche importanti del consulente

Caratteristica 1	Più importante caratteristica 1	Caratteristiche ugualmente importanti	Più importante caratteristica 2	Caratteristica 2
Dettaglio delle risposte ricevute	41%	18%	41%	Velocità nel dare le risposte fornite
Capacità di parlarti di argomenti tecnici	36%	23%	41%	Possibilità di parlare non solo di investimenti
Utilizzo di materiale preconfezionato o fornito dalla banca	41%	27%	32%	Utilizzo di appunti o materiale proprio
Tendenza a seguire le tue idee di investimento	32%	27%	41%	Tendenza a proporre nuovi temi e soluzioni
Durata della relazione	55%	18%	27%	Frequenza degli incontri
Discutere di temi relativi al tuo patrimonio	45%	23%	32%	Discutere di temi diversi dal tuo patrimonio
Incontri su appuntamento	55%	9%	36%	Lo incontri senza appuntamento, quando puoi in base ai tuoi impegni

Salta subito agli occhi che le preferenze del sottogruppo, formato dai risparmiatori che si incontrano meno di 5 volte l'anno con il consulente, sono tornate allineate perfettamente a quelle del campione generale e che, in particolare, la maggioranza di essi preferisce parlare con il consulente di temi riguardanti il patrimonio rispetto alla possibilità di parlare anche di temi differenti e che quindi siano disinteressati a creare una relazione con il consulente.

Perciò, si può dire che il numero di incontri che gli individui tengono con il consulente in un anno può essere una proxy anche del loro stato d'animo nei confronti del processo di investimento e del tipo di relazione che cercano: chi si incontra con meno frequenza probabilmente è meno coinvolto emotivamente nelle decisioni di investimento ed è interessato ad ottenere dalla consulenza principalmente una relazione di *scambio vantaggioso*; invece, coloro che preferiscono incontrarsi più frequentemente con il professionista probabilmente sono più coinvolti emotivamente nella gestione del proprio

patrimonio e quindi si affidano ad un consulente soprattutto per essere rassicurati e guidati in questo processo, ritenendo un po' meno importante il lato vantaggioso della relazione.

Tornando ad analizzare il campione nel suo complesso, un'altra domanda proposta ai clienti intervistati è stata quella di indicare **quanto tempo in percentuale utilizzino i seguenti luoghi di incontro** quando devono vedere il consulente:

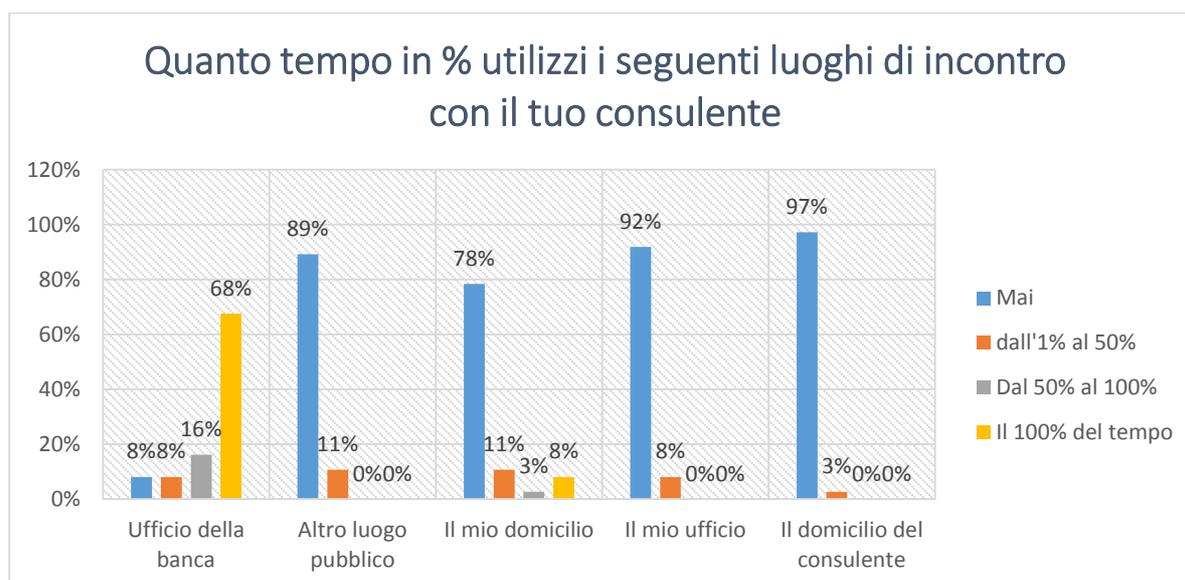


Grafico 43: luoghi utilizzati per gli incontri

Come si può notare, il luogo maggiormente utilizzato per gli incontri consulente-investitore è la banca (sede del 100% degli incontri per il 68% degli individui) seguita dal domicilio del risparmiatore (sede del 100% degli incontri per l'8% di essi), e, infine, da altri luoghi pubblici / domicilio del professionista (utilizzati entrambi meno del 50% delle volte dall'11% dei clienti).

Anche gli **strumenti di comunicazione che il consulente usa per comunicare con i clienti** sono stati oggetto di indagine: è stato chiesto ai rispondenti di mettere in ordine dal meno importante al più importante gli strumenti che il professionista usa per aggiornarli e comunicare con loro.

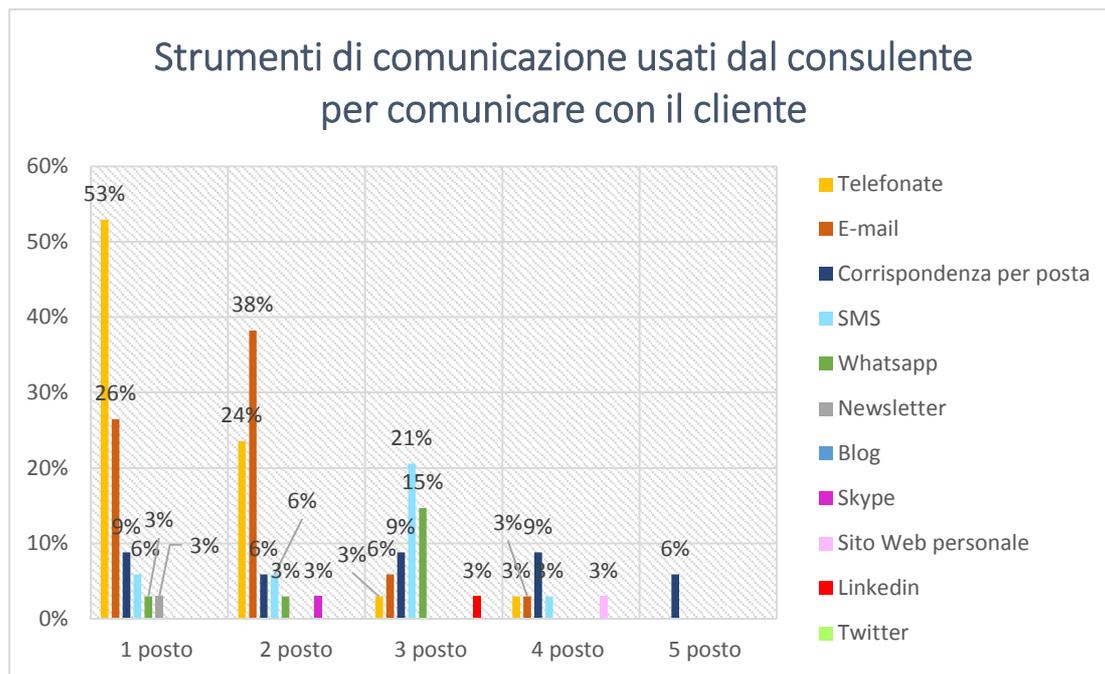


Grafico 44: Strumenti di comunicazione usati dal consulente

Dal grafico si nota che la maggioranza degli individui ha messo al primo posto le telefonate, al secondo posto le e-mail, al terzo posto gli SMS e al quarto e quinto posto la corrispondenza per posta. Allo stesso tempo, si dimostrano scarsamente o per nulla utilizzati Newsletter, Blog, Siti Web personali e piattaforme come Twitter, Skype e Linkedin.

Successivamente, agli intervistati viene proposto di fare lo stesso con gli **strumenti di comunicazione che il consulente utilizza durante i colloqui**.

La maggior parte dei clienti ha riferito che lo strumento di comunicazione per loro più importante durante gli incontri con il professionista è il materiale cartaceo fornito dalla banca. Dopo di questo, essi considerano importanti (con la stessa percentuale) gli appunti/note scritte a mano durante il colloquio e il materiale cartaceo fornito da terzi, seguiti, infine, dall'utilizzo di internet, dagli articoli di giornale e dalle riviste.

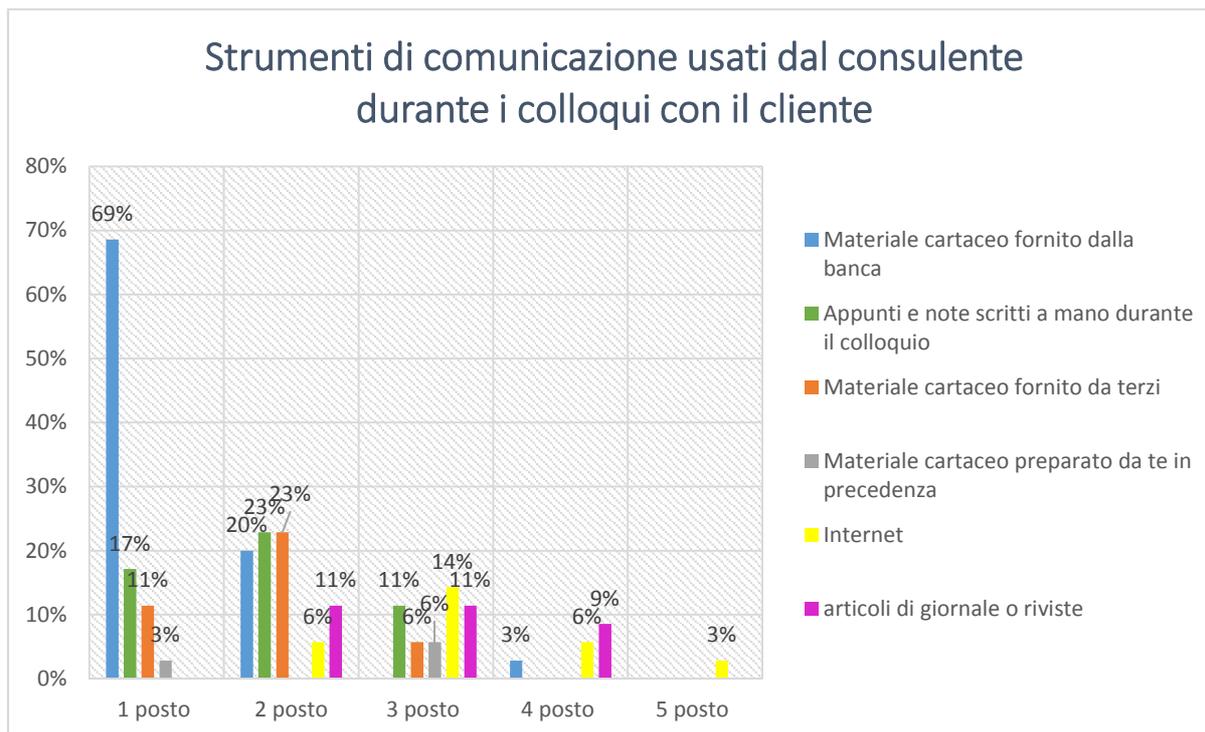


Grafico 45: Strumenti di comunicazione utilizzati durante i colloqui

Questi ultimi risultati possono essere utilizzati per arricchire il profilo del “consulente ideale” oggetto di ricerca della **domanda 7**: infatti, dalle risposte raccolte risulta che la maggioranza degli individui preferiscono che il consulente usi telefono, email, SMS e corrispondenza per posta quando deve comunicare con il cliente, mentre (sempre la maggioranza) apprezza che durante gli incontri venga utilizzato maggiormente materiale cartaceo fornito dalla banca e da terzi, appunti note scritte a mano dal consulente, internet e articoli di giornale/riviste.

4.4.6 ADVICE CONTENT 2

In questa sottosezione del questionario l’obiettivo è studiare gli **argomenti che vengono maggiormente discussi con il consulente** durante gli incontri.

Nell’intervista veniva chiesto ai risparmiatori di scegliere fino a tre argomenti di conversazione tra i seguenti:

- La loro esperienza con la banca;
- L'esperienza professionale del consulente;
- Investimenti e prodotti;

- Famiglia, salute e tempo libero;
- Altre questioni finanziarie (investimenti con altri intermediari, mutui, consigli finanziari);
- Andamento dei mercati e sviluppi economici e politici;
- Cultura generale, sport;
- Formazione e certificazioni conseguite dal tuo consulente.

Le risposte sono riportate nella tabella seguente e illustrate nel grafico successivo.

Tabella 16 - Argomenti di conversazione maggiormente discussi con il consulente

Argomenti di conversazione	Frequenza
La tua esperienza con la banca	3%
L'esperienza professionale del tuo consulente	8%
Investimenti e prodotti	100%
Famiglia, salute, tempo libero	54%
Altre questioni finanziarie (investimenti con altri intermediari, mutui, consigli finanziari)	43%
Andamento dei mercati e sviluppi economici e politici	65%
Cultura generale, sport	8%
Formazione e certificazioni conseguite dal tuo consulente	0%

Risalta subito agli occhi che durante i colloqui consulente-investitori i due argomenti maggiormente trattati sono “investimenti e prodotti” (discusso il 100% delle volte) e “andamento dei mercati / sviluppi economici e politici”, entrambi facilmente ricollegabili alla dimensione scambio.

Interessante è notare che un peso importante assume anche l’argomento “famiglia, salute, tempo libero” (più legato alla dimensione relazione) essendo trattato anche più

frequentemente dell'argomento "altre questioni finanziarie (investimenti con altri intermediari, mutui, consigli finanziari)".

Infine, meno spesso durante la consulenza si spazia su tematiche differenti come "cultura generale e sport" o "l'esperienza professionale del consulente".

Anche in questo caso si può dare un contributo alla formulazione di una risposta per la **domanda di ricerca 4**: infatti, si assiste ad un'ulteriore conferma della prevalenza della dimensione scambio sulla dimensione relazione nel rapporto tra consulente e investitore, anche se quest'ultima non viene sottovalutata dal consulente che cerca, pur se con meno frequenza, di ampliare la conversazione inserendo qualche volta argomenti differenti dalla finanza nel corso degli incontri.

Probabilmente tali argomenti vengono proposti dal professionista maggiormente a quella fascia (minoritaria) di clientela che ricerca qualcosa in più dalla consulenza finanziaria.

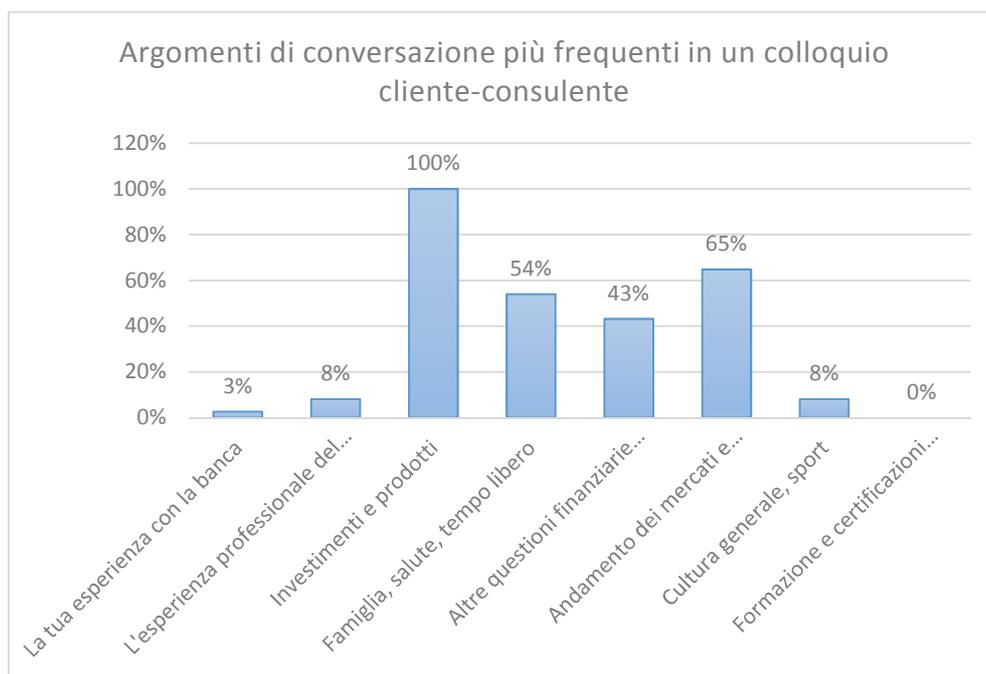


Grafico 46: Argomenti di conversazione maggiormente discussi con il consulente

4.4.7 FIDUCIA NEL CONSULENTE E TRASFERIBILITA' DELLA FIDUCIA

Infine, il questionario propone ai rispondenti alcune domande atte ad indagare il livello di **fiducia** che questi ripongono **nel consulente** e la sua **trasferibilità**.

In questo caso, il livello di fiducia verso il consulente viene indagato con una *misura di fiducia diretta*, ossia chiedendo direttamente ai clienti di valutare la fiducia che percepiscono nei confronti del professionista con un punteggio da 1 a 7, dove 1 indica assenza di fiducia e 7 indica fiducia completa.

Le risposte sono riportate nel grafico di seguito. È facilmente visibile che il campione studiato mostra un livello di fiducia medio-alto nei confronti del consulente finanziario. In particolare la maggioranza degli intervistati, il 68%, ha dato valore 6 e 7, corrispondente a fiducia quasi completa nel professionista che li segue.

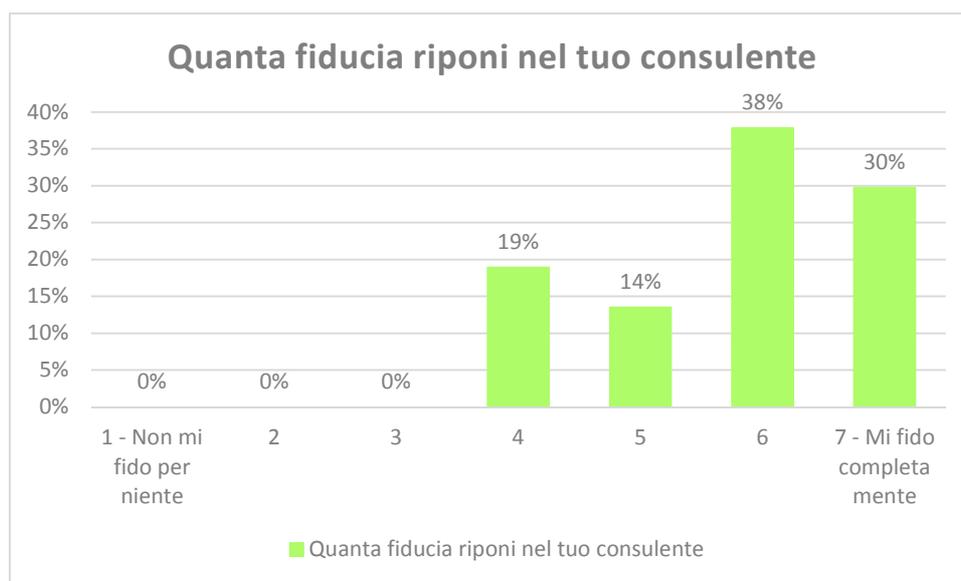


Grafico 47: Livello di fiducia diretta

Per studiare, invece, la trasferibilità della fiducia è stato chiesto loro di dare un valore alla probabilità con cui seguirebbero il proprio consulente nel caso questo cambiasse banca.

I dati raccolti dimostrano che la probabilità con cui la maggioranza degli intervistati (59%) seguirebbe il proprio consulente è bassa e non supera il 50%. Per quanto riguarda

la parte restante del campione, il 30% di essi ha espresso una probabilità di seguire il consulente medio-alta (dal 50% al 75%) e solo il restante 11% si dimostra molto fedele al consulente, seguendolo con probabilità maggiore del 75%.

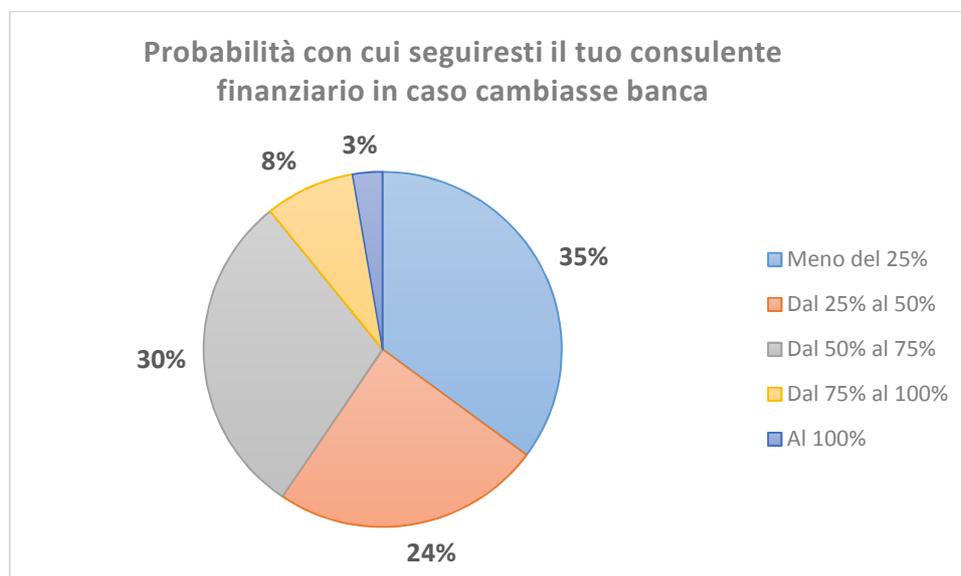


Grafico 48: Fedeltà verso il consulente

Di conseguenza si può dare una prima parziale risposta alla **domanda di ricerca numero 3**: la maggior parte del campione si dimostra restia a seguire il consulente nel caso questo cambiasse banca e solo una piccola minoranza degli intervistati gli rimarrebbe fedele seguendolo nel nuovo istituto di credito con una probabilità alta.

Nel valutare, però, le risposte a questa domanda bisogna considerare che ci sono dei fattori che *favoriscono la resistenza a seguire il consulente*: invero, la scelta non si limita semplicemente al fatto di continuare o meno la relazione con il professionista, ma va a coinvolgere anche tutte quelle problematiche che sorgono nel momento in cui una persona cambia istituto di credito. Perciò l'esistenza di questi fattori che amplificano la resistenza al cambiamento, se in parte giustificano il comportamento della maggioranza dei risparmiatori intervistati, dall'altra evidenziano anche la forza della fedeltà che alcuni di questi dimostrano nei confronti del consulente, affermando di seguirlo con un'alta probabilità.

Come ultima domanda, viene chiesto ai clienti di valutare (da 1 a 7) quali **aspetti renderebbero positiva la scelta di seguire il consulente in caso di trasferimento** ad altra banca.

Le risposte mostrano che gli individui sarebbero maggiormente incentivati a seguire il professionista se questo presentasse un'approfondita esperienza del settore, se fosse attivo nel campo da molti anni (anzianità professionale), se gli fosse garantita una relazione duratura e più informale con il consulente e se potessero ottenere condizioni economiche più vantaggiose a seguito del trasferimento (grafico seguente).

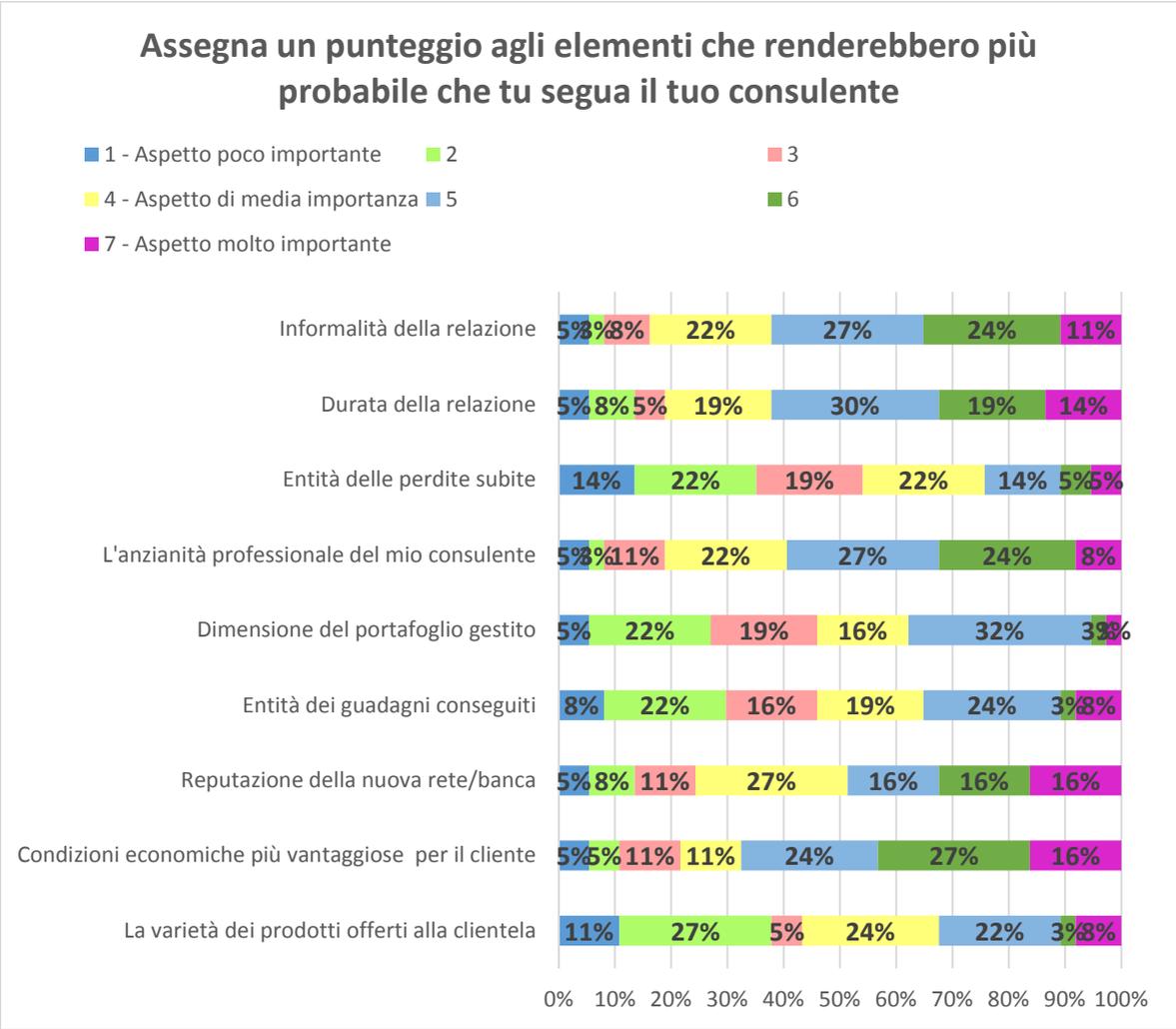


Grafico 49: Elementi che renderebbero più probabile che tu segua il tuo consulente

4.4.8 FIDUCIA DIRETTA E FIDUCIA INDIRETTA: ESISTE UN DISALLINEAMENTO?

In questo paragrafo si vuole approfondire l'analisi sulla fiducia del campione mettendo a confronto le seguenti due variabili: **fiducia indiretta** e **fiducia diretta** (viste rispettivamente, nei paragrafi 4.4.3 e 4.4.7). In particolare, si vuole cercare se esista un disallineamento tra la fiducia che i clienti dicono di avere nei confronti del consulente (rispondendo al quesito: *Quanta fiducia riponi nel tuo consulente?* – Fiducia diretta) e la fiducia che effettivamente ripongono in esso (mostrata dalla % di patrimonio che affidano al professionista – Fiducia indiretta iniziale e consolidata).

Nella tabella seguente viene riportato come si suddivide il campione dei rispondenti per ciascuna delle variabili citate.

Tabella 17 - Suddivisione del campione per fiducia diretta e fiducia indiretta

% di individui	FIDUCIA INDIRETTA		FIDUCIA DIRETTA
	Inizio del rapporto	Ad un anno dall'inizio del rapporto	Quanto ti fidi del tuo consulente attuale?
Meno del 50% del patrimonio / Livello basso	54%	27%	0%
dal 50% al 100% del patrimonio/Livello medio-alto	24%	41%	70%
il 100% del patrimonio / Fiducia completa	22%	32%	30%
Totale	100%	100%	100%

Pur essendo disponibili per l'analisi sia la *fiducia indiretta iniziale* sia la *fiducia indiretta consolidata* nei confronti del professionista, (la cui evoluzione è già stata trattata nel Paragrafo 4.4.3), per effettuare il confronto fiducia diretta/indiretta si utilizzerà solamente la variabile "*fiducia indiretta consolidata*", perché esprime la percentuale di patrimonio investita dal cliente nel momento in cui risponde al questionario. Infatti, è in tale momento che l'intervistato esprime una valutazione sul suo livello di *fiducia diretta* verso il professionista.

Si inizia l'analisi studiando la *fiducia diretta* percepita dagli **individui che affidano al consulente una percentuale di patrimonio minore del 50%** (il 27% del campione totale):

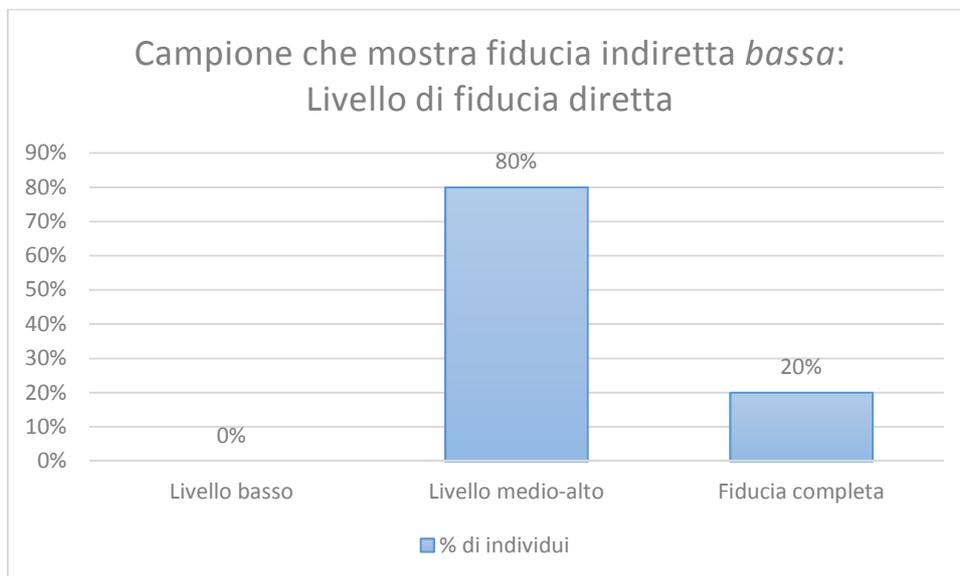


Grafico 50: Individui che presentano fiducia indiretta bassa: fiducia diretta

È facilmente visibile che l'80% di questi individui affermano di avere *elevata fiducia* nel consulente e il 20% di *fidarsi completamente* del professionista; ma in realtà i fatti dimostrano che la fiducia effettivamente riposta nel professionista è diversa da quella affermata, poiché la percentuale di patrimonio affidata a questo è minore del 50%.

Si passa poi al sottogruppo degli **individui che affidano al consulente una percentuale di patrimonio maggiore o uguale al 50%** (il 41% del campione):

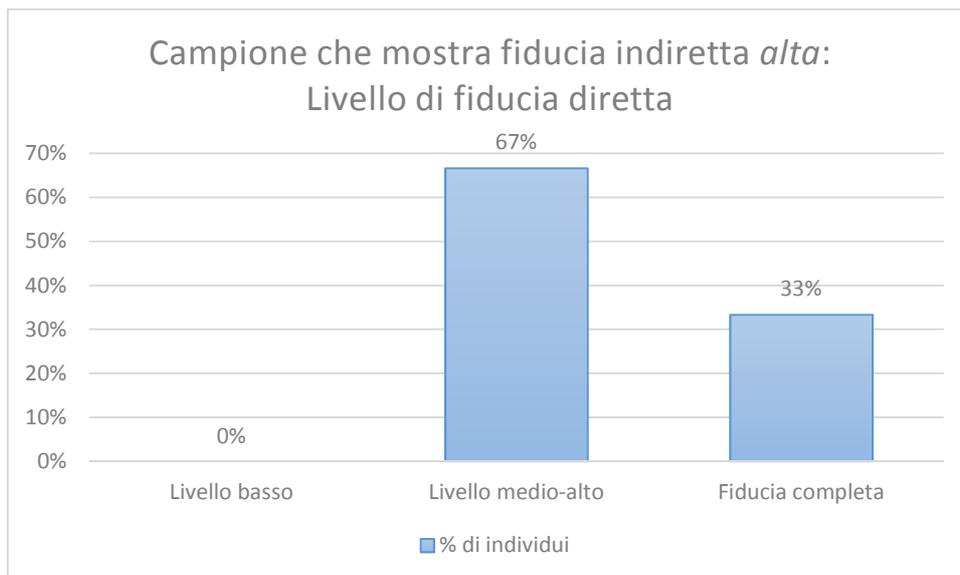


Grafico 51: Individui che presentano fiducia indiretta alta: fiducia diretta

In questo caso si vede che per la maggioranza dei rispondenti fiducia diretta e fiducia indiretta sono allineate: infatti il 67% di loro dice che si *fida molto* del consulente e di fatto gli affida in gestione una quota elevata di patrimonio. I restanti componenti del sottogruppo (33%), invece, dicono di avere più fiducia verso il consulente rispetto a quanta poi effettivamente gliene danno.

Si arriva, infine, a studiare il sottogruppo degli **individui che affidano al consulente il 100% del patrimonio:**

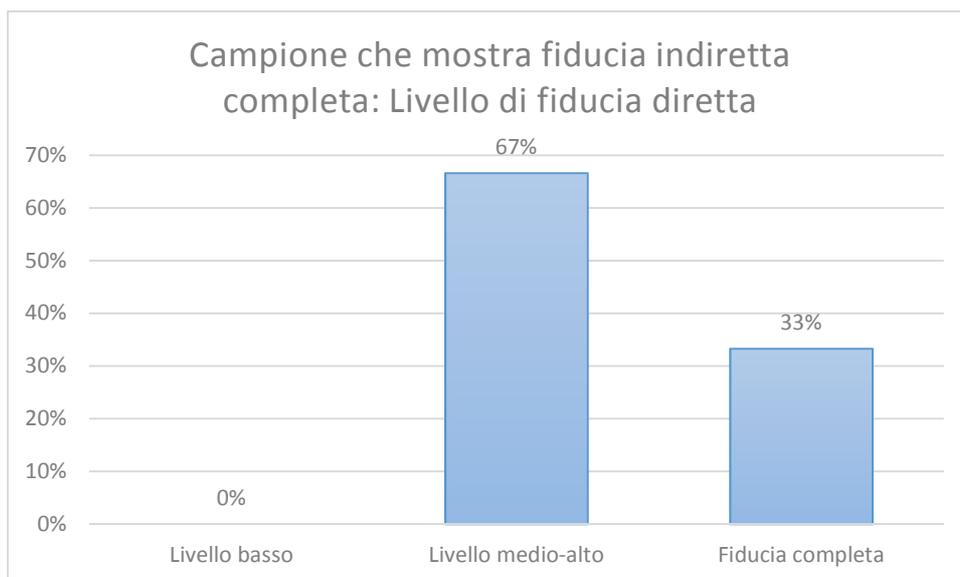


Grafico 52: Individui che presentano fiducia indiretta completa: fiducia diretta

Anche qui si nota un certo disallineamento tra le due variabili studiate: solo la minoranza (il 33%) mostra coerenza tra fiducia affermata e fiducia effettivamente riposta; la maggioranza, invece, dice di *fidarsi* del consulente *molto* ma non completamente, anche se poi gli affida il 100% del capitale.

Tabella 18 - Disallineamento tra fiducia diretta e indiretta

Livello di fiducia diretta che gli individui dicono di avere verso il consulente divisa per ogni categoria di fiducia indiretta	Fiducia indiretta bassa - affidato meno del 50% del patrimonio	Fiducia indiretta alta - affidato dal 50% in su del patrimonio	Fiducia indiretta completa - affidato il 100% del patrimonio
Livello basso di fiducia diretta	0%	0%	0%
Livello medio-alto di fiducia diretta	22%	27%	22%
Fiducia diretta completa	5%	14%	11%
Totale	27%	41%	32%

Di conseguenza, per rispondere alla **domanda di ricerca numero 1**, si può affermare che la maggioranza del campione analizzato mostra un disallineamento tra fiducia percepita e fiducia che effettivamente ripone, con la sola eccezione dei due casi sottolineati in tabella che mostrano allineamento tra le due variabili.

Per verificare se quanto trovato può essere considerato fondato, si riportano di seguito dei test statistici sulle variabili oggetto di studio.

Per prima cosa si vuole testare se le tre misure di fiducia (fiducia diretta, indiretta iniziale e indiretta consolidata), utilizzate per studiare il comportamento dei soggetti intervistati, sono statisticamente diverse tra loro. Per farlo si utilizza il test di Kruskal-Wallis⁷¹.

Se dal test risulteranno valori di p-value minori di 0.05 si potrà affermare che le tre misure sono statisticamente differenti, ossia che ognuna di esse dà una diversa misura della fiducia del campione intervistato, altrimenti bisogna considerarle come criteri di valutazione uguali tra di loro.

Tabella 19 - Test statistico: fiducia diretta, fiducia indiretta iniziale e fiducia indiretta consolidata

Ipotesi		Statistica test	P-value
Fiducia diretta, fiducia indiretta iniziale e fiducia diretta consolidata sono diverse	Fiducia diretta	773.50	0.0001
	Fiducia indiretta iniziale	2451.00	0.0001
	Fiducia indiretta consolidata	2991.50	0.0001

Come si può vedere dal grafico tutte e tre le misure di fiducia hanno p-value minore di 0.05 e quindi possono essere considerate tra loro statisticamente differenti.

Si vuole, poi, entrare nel dettaglio testando, con il test di Wilcoxon (Mann-Whitney)⁷² sui ranghi, se la *misura di fiducia diretta* è statisticamente diversa dalla *misura di fiducia*

⁷¹ Il test di Kruskal-Wallis è un test non parametrico per *k* campioni indipendenti il cui scopo è identificare se più gruppi indipendenti provengano dalla stessa popolazione. Per fare ciò va a verificare l'uguaglianza delle loro mediane.

⁷² Il test di Wilcoxon (Mann-Whitney) sui ranghi è un test non parametrico il cui scopo è identificare se due gruppi indipendenti appartengono alla stessa popolazione.

indiretta consolidata. A differenza di quello precedente, questo test va a valutare se le misure sono statisticamente differenti tra loro analizzandole, però, a due a due. Come prima, la conferma della loro diversità si avrà per risultati di p-value minori di 0.05

Tabella 20 - Test statistico: disallineamento fiducia diretta e fiducia indiretta

Ipotesi	Ipotesi nulla	Statistica test (z)	P(z)
Fiducia diretta e indiretta sono diverse	Fiducia indiretta consolidata = Fiducia diretta	-7.096	0.0000

Anche in questo caso, il p-value è minore di 0.05, confermando che la misura di fiducia diretta è statisticamente differente della misura di fiducia indiretta consolidata. Ciò va ad avvalorare la fondatezza dei risultati trovati in questo paragrafo, ossia che esiste un disallineamento tra fiducia percepita dal cliente (fiducia diretta) e la fiducia che effettivamente dimostra nei confronti del consulente (fiducia indiretta).

4.4.9 BIG FIVE E FIDUCIA DIRETTA/INDIRETTA

Interessante è anche studiare congiuntamente le caratteristiche della personalità degli individui con le variabili fiducia diretta/indiretta per vedere se ci sia correlazione tra carattere e livello di fiducia riposto nel consulente.

In particolare si fanno le seguenti ipotesi:

- Che la **fiducia indiretta iniziale** sia *positivamente correlata* con l'estroversione, l'amicizia e l'apertura alle nuove esperienze, sia *negativamente correlata* con la stabilità emotiva e che mostri *correlazione nulla* con la coscienziosità.

Si spiegano queste supposizioni nel seguente modo: più una persona è amichevole, estroversa e aperta alle novità più sarà propensa a dare fiducia al consulente all'inizio del rapporto. Al contrario, una persona che ha una forte stabilità emotiva (più calma e serena nel processo di investimento, maggiore overconfidence) avrà meno bisogno di affidarsi al professionista perché non sente così necessario il suo aiuto (quindi gli darà in gestione una % minore di

patrimonio). Perciò all'aumentare della stabilità emotiva ci si aspetta una diminuzione della fiducia verso il consulente.

Infine, una persona coscienziosa è una persona che si dimostra responsabile, precisa e non impulsiva, tutte qualità che influiscono nella scelta di affidarsi o meno ad un consulente ma non nella scelta di quanta fiducia riporre in lui; di conseguenza all'aumentare della fiducia ci si aspetta che la coscienziosità rimanga invariata perché è una caratteristica che influisce sul *se* fidarsi, non sul *quanto* fidarsi.

- Che la **fiducia indiretta consolidata** sia *positivamente correlata* con l'estroversione e l'amicalità, sia *negativamente correlata* alla stabilità emotiva e che presenti *correlazione nulla* con la coscienziosità e l'apertura alle nuove esperienze.
- Che la **fiducia diretta** sia *positivamente correlata* all'estroversione, all'amicalità e all'apertura alle nuove esperienze, *negativamente correlata* con la stabilità emotiva e che mostri *correlazione nulla* con la coscienziosità.

Tabella 21 - Big 5 e fiducia indiretta

Punteggi medi ottenuti da ciascun aspetto della personalità raggruppati per fiducia indiretta iniziale e consolidata		Estroversione	Amicalità	Coscienziosità	Stabilità emotiva	Apertura alle nuove esperienze	% individui
Fiducia indiretta - % capitale investito Inizio rapporto	Meno del 50% del capitale	9	10	12	9	9	54%
	Dal 50% del capitale in su	8	11	12	10	9	46%
							100%
Fiducia indiretta - % capitale investito Ad un anno dall'inizio del rapporto	Meno del 50% del capitale	9	10	12	9	10	27%
	Dal 50% del capitale in su	8	11	12	10	9	73%
							100%

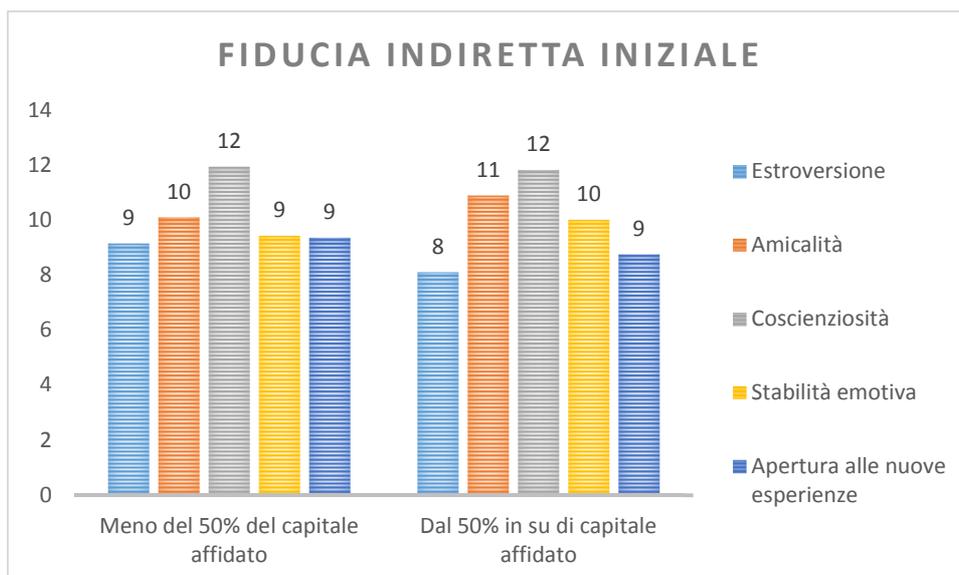


Grafico 53: Big 5 e fiducia indiretta iniziale

Per prima viene studiata la **fiducia indiretta iniziale**: pur essendo molto sottili le differenze tra i dati trovati, si vede che all'aumentare della fiducia indiretta iniziale (misurata con la % di patrimonio affidata al consulente) aumenta anche il punteggio medio della variabile *amicalità*; invece, a differenza di quanto si ipotizzava, non c'è correlazione positiva con *l'estroversione* (il cui punteggio diminuisce all'aumentare della fiducia indiretta) e *apertura alle nuove esperienze* (che rimane invariato).

Altro dato che contrasta con le ipotesi sono i due punteggi medi ottenuti dalla variabile *stabilità emotiva* che invece di essere negativamente correlati con la fiducia indiretta aumentano all'aumentare di questa. La *coscienziosità*, infine, conferma le aspettative rimanendo invariata all'aumentare della fiducia indiretta.

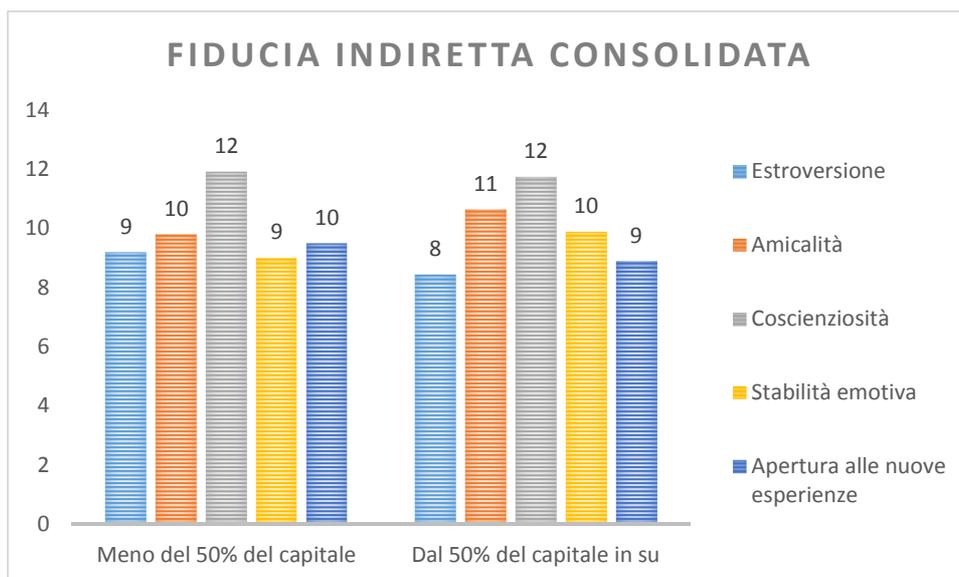


Grafico 54: Big 5 e fiducia indiretta consolidata

Si passa poi alla **fiducia indiretta consolidata**. I risultati in questo caso rispecchiano quasi alla perfezione quelli visti nel caso precedente.

In particolare, si può vedere dal grafico che la caratteristica *estroversione* mostra correlazione negativa con la variabile fiducia: più gli individui si dimostrano fiduciosi verso il professionista meno si descrivono estroversi. Lo stesso si può dire per la variabile *apertura alle nuove esperienze*: i punteggi per tale caratteristica diminuiscono all'aumentare della percentuale di patrimonio affidata al consulente, contrariamente a quanto ci si aspettava (si era ipotizzata correlazione nulla poiché essendo la relazione cliente-consulente già consolidata e quindi non essendo più una novità, questa variabile non dovrebbe influire più sul livello di fiducia).

Invece, *amicalità* e *coscienziosità* rispecchiano le aspettative iniziali mostrando, rispettivamente, correlazione positiva e nulla con la fiducia indiretta, a differenza della variabile *stabilità emotiva* che, anche in questo caso, aumenta all'aumentare della fiducia indiretta riposta nel consulente.

Risultati totalmente diversi derivano dallo studio congiunto di big 5 e **fiducia diretta**:

Tabella 22 - Big 5 e fiducia diretta

Fiducia diretta - quanto ti fidi del consulente	Estroversione	Amicalità	Coscienziosità	Stabilità emotiva	Apertura alle nuove esperienze
Livello basso	0	0	0	0	0
Livello medio	8	9	10	9	8
Livello alto	9	11	12	10	9

Come si può vedere dalla tabella e dal grafico seguente, tutti e cinque i tratti caratteristici della personalità aumentano all'aumentare della fiducia diretta. Questo rispecchia le ipotesi espresse per *estroversione*, *amicalità* e *apertura* alle nuove esperienze, ma contrasta con l'ipotesi di correlazione negativa della variabile *stabilità emotiva* e di correlazione nulla della variabile *coscienziosità*.

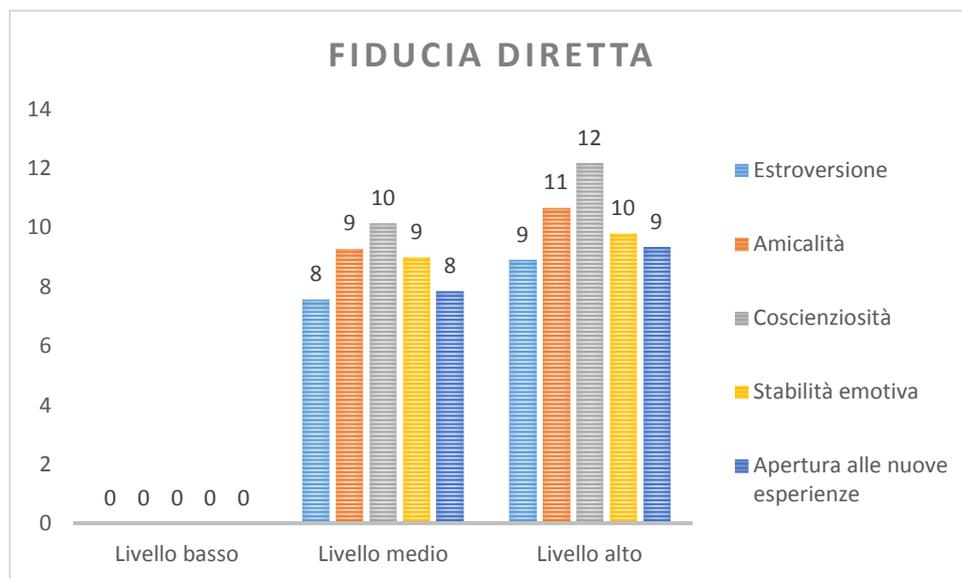


Grafico 55: Big 5 e fiducia diretta

Si vuole testare statisticamente i risultati derivanti da questa analisi descrittiva per vedere l'effettiva correlazione esistente tra le cinque dimensioni della personalità e i tre tipi di fiducia.

Per prima viene ricercata la correlazione esistente tra fiducia indiretta iniziale e Big Five.

Tabella 23 - Test statistico: correlazione fiducia indiretta iniziale e Big 5

Correlazione tra Big 5 e fiducia indiretta iniziale	Fiducia indiretta iniziale
Fiducia indiretta iniziale	1
Estroversione	-0.2877
Amicalità	0.2973
Coscienziosità	0.1921
Stabilità emotiva	0.0616
Apertura alle nuove esperienze	-0.0340

Come si può vedere dal grafico non si riscontra nessuna correlazione significativa tra la fiducia indiretta iniziale e le cinque dimensioni della fiducia.

Si fa lo stesso poi con la fiducia indiretta consolidata:

Tabella 24 - Test statistico: correlazione fiducia indiretta consolidata e Big 5

Correlazione tra Big 5 e fiducia indiretta consolidata	Fiducia indiretta consolidata
Fiducia indiretta iniziale	1
Estroversione	0.0220
Amicalità	0.4188*
Coscienziosità	0.1498
Stabilità emotiva	0.3128
Apertura alle nuove esperienze	0.0346

In questo caso, si vede che esiste una significativa *correlazione positiva tra fiducia indiretta consolidata e amicalità*; di conseguenza è possibile affermare che più un individuo presenta tratti amicali più è propenso a mostrare alti livelli di fiducia consolidata verso il professionista, confermando quanto trovato nell'analisi descrittiva.

Infine, per ultima viene testata anche la fiducia diretta:

Tabella 25 - Test statistico: correlazione fiducia diretta e Big 5

Correlazione tra Big 5 e fiducia diretta	Fiducia diretta
Fiducia indiretta iniziale	1
Estroversione	0.1405
Amicalità	0.3424*
Coscienziosità	0.4814*
Stabilità emotiva	0.0976
Apertura alle nuove esperienze	0.1497

Anche in questo caso risultano delle correlazioni significative: il test statistico dimostra che *la fiducia diretta è positivamente correlata con amicalità e coscienziosità*. Di conseguenza si può dire che più in individuo è coscienzioso e amicale, più esprimerà fiducia elevata nel consulente che lo segue.

Come ultimo test statistico, si effettuano delle regressioni lineari con lo scopo di vedere se esiste una relazione lineare tra la variabile dipendente fiducia (diretta, indiretta iniziale o consolidata) e una serie di altre variabili indipendenti (le Big Five) così da poter dare un ulteriore giudizio sul tema. La relazione verrà considerata significativa per valori di p-value minori di 0.05.

Per prima si riporta la regressione della fiducia indiretta iniziale:

Tabella 26 - Test statistico: regressione fiducia indiretta iniziale e Big 5

Regressione fiducia indiretta iniziale	Coefficiente	P-value
Estroversione	-6.28323	0.026
Amicalità	5.488664	0.056
Coscienziosità	1.083317	0.715
Stabilità emotiva	0.8002785	0.796
Apertura alle nuove esperienze	2.975412	0.259

Si possono considerare significative solo due delle relazioni risultanti. La prima è la relazione tra *fiducia indiretta iniziale* e *estroversione* che presenta segno negativo,

dimostrando che, nel campione analizzato, i risparmiatori che sono più estroversi sono anche meno propensi a fidarsi del consulente (in linea con quanto trovato nell'analisi descrittiva). La seconda relazione che si può considerare accettabile è quella fra *fiducia indiretta iniziale* e *amicalità* che mostra segno positivo; perciò si conferma che un individuo che presenta maggiori punteggi per amicalità è anche più propenso a dare maggiore fiducia al professionista.

Si analizza poi, la regressione della fiducia indiretta consolidata:

Tabella 27 - Test statistico: regressione fiducia indiretta consolidata e Big 5

Regressione fiducia indiretta consolidata	Coefficiente	P-value
Estroversione	-1.617154	0.481
Amicalità	5.312465	0.030
Coscienziosità	-0.2229617	0.929
Stabilità emotiva	3.641193	0.170
Apertura alle nuove esperienze	1.112341	0.615

In questo caso, l'unica relazione significativa visibile nella tabella è quella *tra fiducia indiretta consolidata e amicalità*, a sostegno di quanto detto nell'analisi descrittiva e nell'analisi di correlazione tra le due variabili.

In conclusione, si riporta la regressione lineare della fiducia diretta:

Tabella 28 - Test statistico: regressione fiducia diretta e Big 5

Regressione fiducia diretta	Coefficiente	P-value
Estroversione	0.0394846	0.630
Amicalità	0.1279574	0.136
Coscienziosità	0.2403009	0.011
Stabilità emotiva	-0.0549772	0.557
Apertura alle nuove esperienze	0.0592902	0.454

Come si può vedere dal grafico, l'unico aspetto caratteriale che risulta in relazione lineare positiva con la *fiducia diretta* è la *coscienziosità*. Infatti, come già visto dall'analisi descrittiva e da quella delle correlazioni, all'aumentare del livello di fiducia diretta degli individui aumentano anche i punteggi per la coscienziosità.

4.4.10 ANALISI DEL CAMPIONE DI CLIENTI CON ELEVATA FEDELTA' AL CONSULENTE

Per completare la risposta alla **domanda di ricerca numero 3**, si vuole adesso approfondire l'**analisi** su quella **minoranza degli intervistati che si sono dimostrati fedeli al consulente** (probabilità di seguirlo maggiore del 75%), con lo scopo di provare a capire quali possano essere i fattori, in generale, che stimolano la fedeltà e la fiducia del cliente nel rapporto di consulenza.

Le variabili studiate e i relativi risultati sono elencati di seguito.

- 1- La fedeltà dimostrata dagli intervistati corrisponde anche ad un elevato livello di fiducia in capo a questi?

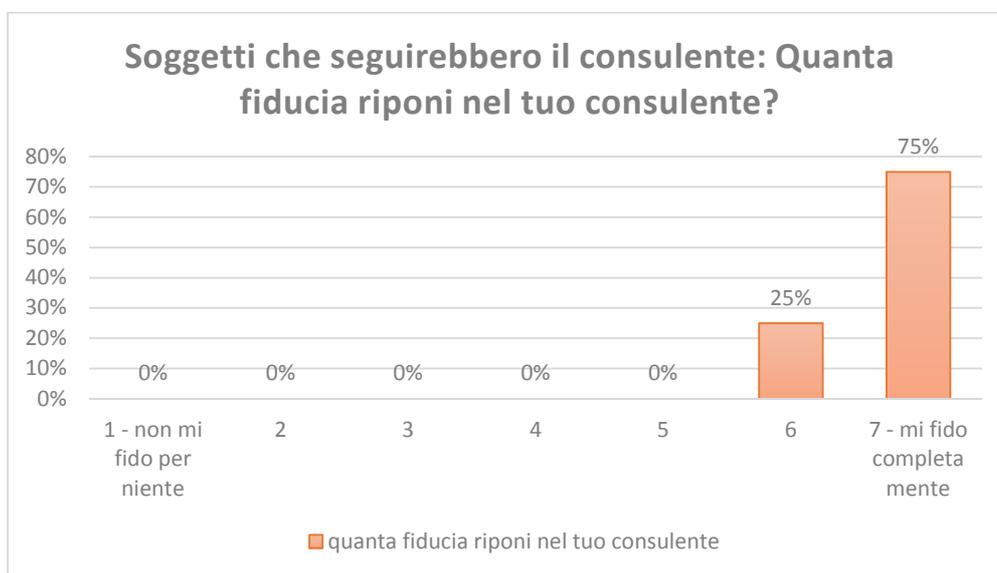


Grafico 56: Clienti fedeli: livello di fiducia diretta

I dati dimostrano che i soggetti più fedeli presentano anche un elevato livello di fiducia nei confronti del loro consulente.

- 2- La fiducia diretta percepita dai clienti verso il consulente coincide con la fiducia indiretta?

Si riporta la seguente tabella per mostrare come si suddivide il campione in esame in base alle variabili fiducia diretta/indiretta.

Tabella 29 - Suddivisione del campione per fiducia indiretta e fiducia diretta

	FIDUCIA INDIRETTA INIZIO RAPPORTO		FIDUCIA INDIRETTA AD UN ANNO DALL'INIZIO DEL RAPPORTO		FIDUCIA DIRETTA	
	Affidato meno del 50%	Affidato dal 50% in su	Affidato meno del 50%	Affidato dal 50% in su	Livello basso di fiducia	Livello alto di fiducia
% di individui	50%	50%	25%	75%	0%	100%

Dalla tabella è facilmente visibile che la maggioranza di questi individui affida al proprio consulente una percentuale di patrimonio maggiore o uguale al 50%.

Per vedere se c'è allineamento tra fiducia dichiarata dai clienti e fiducia effettivamente mostrata da questi si studiano solo le variabili *fiducia indiretta consolidata* e *fiducia diretta*, per le ragioni spiegate nel paragrafo 4.4.8.

Si suddivide il campione in esame nel seguente modo:

- individui che mostrano una *fiducia indiretta consolidata bassa* (patrimonio consulente affidato meno del 50%)
- individui che mostrano una *fiducia indiretta alta* (patrimonio consulente affidato dal 50% in su);

per ciascuno dei due sottogruppi si calcola il livello di fiducia diretta che gli individui esprimono nei confronti del consulente. I risultati sono mostrati nei grafici seguenti:

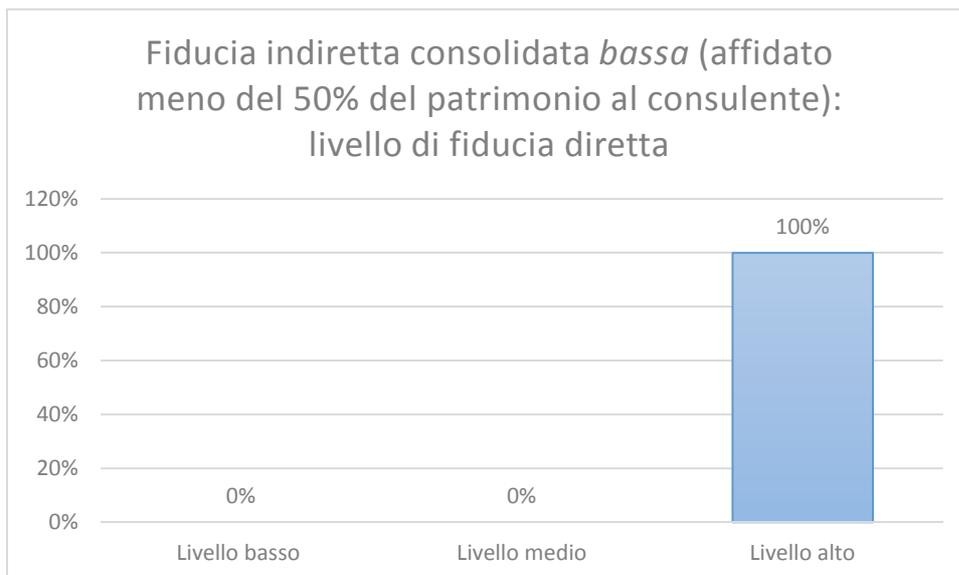


Grafico 57: Clienti fedeli con fiducia indiretta bassa: fiducia diretta

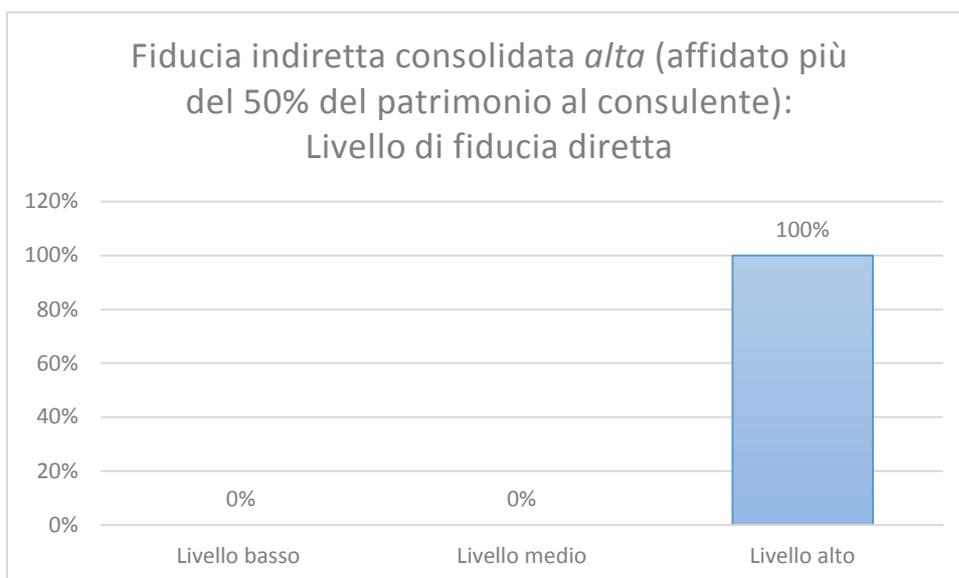


Grafico 58: Clienti fedeli con fiducia indiretta alta: fiducia diretta

Come si può vedere, esiste coerenza tra fiducia percepita e fiducia effettivamente riposta nel consulente per la maggioranza del campione (75%) che affida più del 50% del patrimonio al consulente.

Per il restante 25% del campione (che affidano in gestione meno del 50% del patrimonio) la fiducia diretta non rispecchia quella indiretta, poichè la prima supera la seconda.

3- Gli individui più fedeli quanto sono attivi socialmente?

Tabella 30 - Sociability clienti fedeli

	SOCIABILITY		
	Nessuna attività sociale	Una attività sociale	Più di una attività sociale
% individui	0%	50%	50%

Come ci si aspettava, la tabella mostra che tutto il campione è impegnato in almeno una attività sociale e, in per di più, la metà di essi è attiva anche in più di una di queste attività.

4- Quali aggettivi caratteriali meglio descrivono i clienti più fedeli?

Tabella 31 - Big 5 dei clienti fedeli

Big 5 per i clienti più fedeli	Estroversione	Amicalità	Coscienziosità	Stabilità emotiva	Apertura alle nuove esperienze
Livello basso - Punteggi da 1 a 5	0%	0%	0%	0%	0%
Livello medio - Punteggi da 6 a 9	50%	25%	0%	25%	0%
Livello alto - Punteggi da 10 a 14	50%	75%	100%	75%	100%

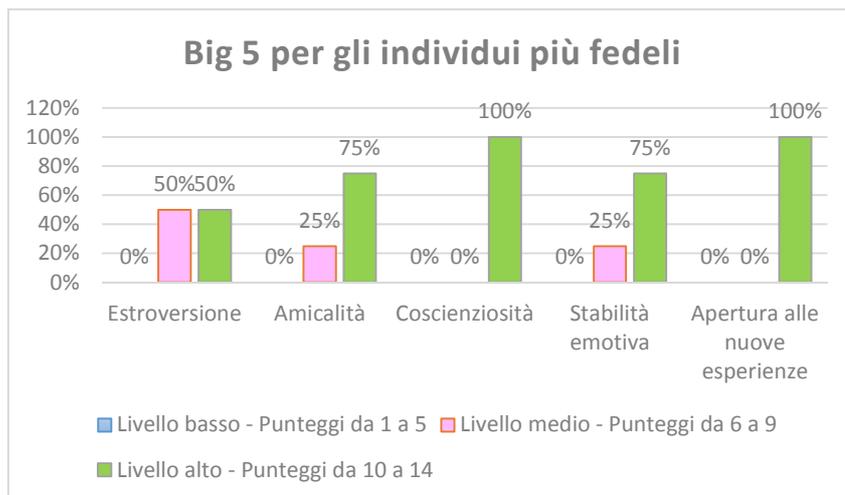


Grafico 59: Big 5 dei clienti fedeli

Come si può vedere dal grafico, gli individui più fedeli al consulente assegnano tutti (100%) elevati punteggi a *coscienziosità* e ad *apertura alle nuove esperienze*, il 75% di loro fa lo stesso con le variabili *amicalità* e *stabilità emotiva* mentre solo la metà del campione assegna punteggi alti alla caratteristica *estroversione*.

Quindi si può dire che i clienti più fedeli al consulente si mostrano del tutto coscienziosi e aperti alle novità, abbastanza amichevoli ed emotivamente stabili e, infine, mediamente estroversi.

- 5- Questi individui sono sempre stati seguiti dall'attuale consulente o hanno avuto delle esperienze anche con altri professionisti in passato?

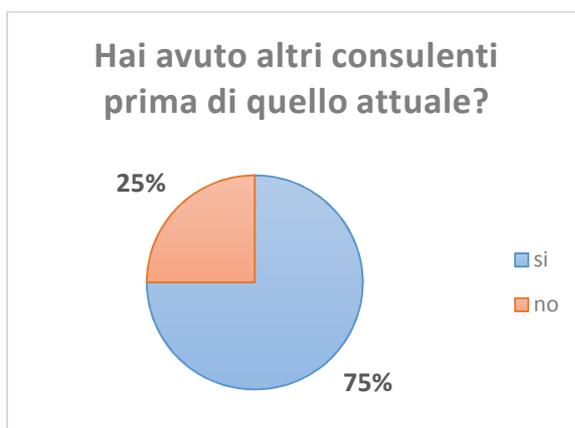


Grafico 60: Clienti fedeli: hai mai avuto un consulente prima di quello attuale?

È facilmente visibile che la maggioranza degli intervistati ha avuto anche altre esperienze di consulenza in passato e, quindi, tali risparmiatori hanno la possibilità di paragonare il lavoro svolto dall'attuale consulente con quello di altri professionisti e dare un giudizio più obiettivo sul servizio fornito.

6- Quali sono le caratteristiche del consulente che influiscono positivamente nella loro relazione?

Tabella 32 - Clienti fedeli: caratteristiche più importanti del consulente

Caratteristica 1	Più importante caratteristica 1	Caratteristiche ugualmente importanti	Più importante caratteristica 2	Caratteristica 2
Dettaglio delle risposte ricevute	75%	25%	0%	Velocità nel dare le risposte fornite
Capacità di parlarti di argomenti tecnici	25%	75%	0%	Possibilità di parlare non solo di investimenti
Utilizzo di materiale preconfezionato o fornito dalla banca	25%	50%	25%	Utilizzo di appunti o materiale proprio
Tendenza a seguire le tue idee di investimento	25%	50%	25%	Tendenza a proporre nuovi temi e soluzioni
Durata della relazione	50%	50%	0%	Frequenza degli incontri
Discutere di temi relativi al tuo patrimonio	25%	50%	25%	Discutere di temi diversi dal tuo patrimonio
Incontri su appuntamento	25%	50%	25%	Lo incontri senza appuntamento, quando puoi in base ai tuoi impegni

La maggioranza degli intervistati considerano ugualmente importanti tutti gli aspetti della consulenza che gli sono stati proposti a eccezione di due: il dettaglio delle risposte ricevute che preferiscono alla velocità di risposta e la durata della relazione che tendenzialmente sembrano apprezzare maggiormente della frequenza degli incontri.

Di conseguenza, sembra che la quota preponderante di questo sottogruppo consideri importante sia la dimensione di scambio che la dimensione di relazione della consulenza finanziaria.

7- Quante volte questi risparmiatori si incontrano con il proprio consulente?

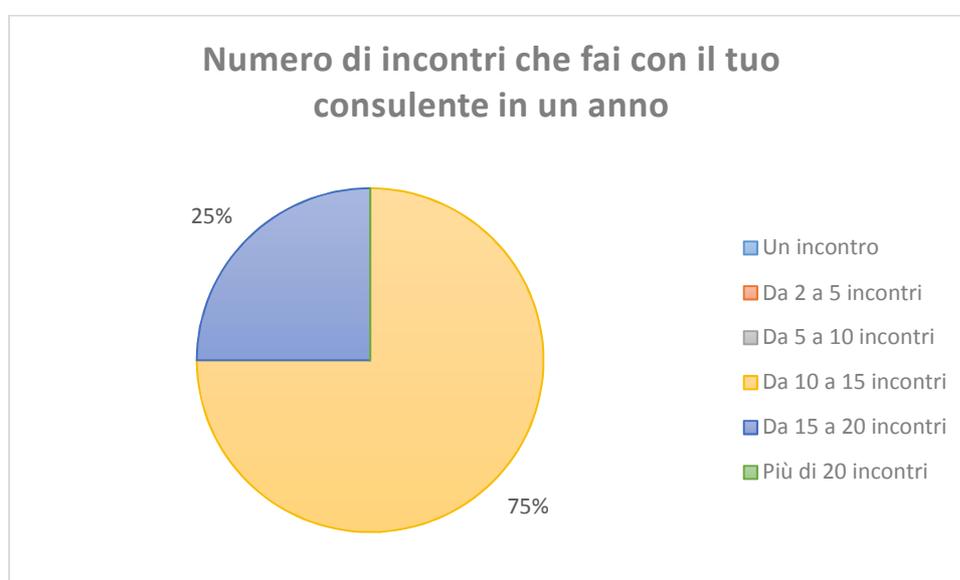


Grafico 61: Clienti fedeli: numero di incontri con il consulente

Si può facilmente vedere che i clienti che compongono il sottogruppo analizzato fanno parte di quella minoranza di intervistati che preferiscono incontrarsi più frequentemente con il professionista nel corso dell'anno (da 5 volte in su). Si ricorda che peculiarità di quel campione di clienti era il fatto che assegnavano un'importanza maggiore alla *dimensione relazione* del rapporto di consulenza finanziaria di quanto non facessero gli altri risparmiatori, probabilmente perché gli individui che lo compongono sono più coinvolti emotivamente dal processo di

investimento e quindi necessitano di un consulente per essere rassicurati e guidati nella gestione del patrimonio.

- 8- Quali sono gli argomenti di conversazione che con più frequenza vengono trattati durante gli incontri tra il consulente e il campione di individui in esame?

Tabella 33 - Clienti fedeli: argomenti di conversazione con il consulente

Argomenti di conversazione	Frequenza
La tua esperienza con la banca	0%
L'esperienza professionale del tuo consulente	0%
Investimenti e prodotti	100%
Famiglia, salute, tempo libero	75%
Altre questioni finanziarie (investimenti con altri intermediari, mutui, consigli finanziari)	50%
Andamento dei mercati e sviluppi economici e politici	75%
Cultura generale, sport	0%
Formazione e certificazioni conseguite dal tuo consulente	0%

Come ci si aspettava, l'argomento che viene trattato sempre in ogni incontro consulente-cliente è quello riguardante "investimenti e prodotti". A seguire, vengono discussi con uguale frequenza gli argomenti: "Famiglia, salute, tempo libero" e "Andamento dei mercati e sviluppi economici e politici" (75%) e con minor frequenza (50%) si spazia su altre questioni finanziarie diverse dagli investimenti. Si deduce che questo gruppo di individui affronta con il consulente temi diversi dall'investimento (come famiglia, tempo libero o salute) con una frequenza maggiore di quella registrata negli incontri della maggioranza dei componenti del campione "clienti che si affidano ad un consulente" visto in precedenza (75% vs 54%, vedi paragrafo 4.4.6).

Perciò, dallo studio del sottogruppo dei clienti che hanno espresso maggiore fedeltà al consulente emerge un aspetto importante: gli intervistati più fedeli si fidano quasi

completamente del loro consulente e danno un peso rilevante alla *dimensione relazionale* del rapporto di consulenza.

4.4.11 CHE TIPO DI CLIENTE SI AFFIDA AL CONSULENTE FINANZIARIO?

In questa sede si vuole rispondere alla **domanda di ricerca numero 5**, che ha lo scopo di indagare quali siano le caratteristiche degli investitori che si affidano ad un consulente e se tali caratteristiche rispecchino quelle trovate nello studio di Hackethal et al. (vedi paragrafo 4.1.1).

Per fare ciò si prende in esame la categoria di clienti che si affidano ad un consulente finanziario e la si divide in due sottocategorie distinte in base al reddito: una sottocategoria sarà composta da tutti i rispondenti che presentano un reddito medio-alto (e che quindi rispecchia il gruppo, proposto dagli autori, composto dagli investitori più ricchi) e l'altra da tutti quelli che hanno un reddito medio-basso (che rispecchia il gruppo dei piccoli investitori). Per ciascuna sottocategoria si studiano le caratteristiche in modo da vedere se si possono identificare delle analogie con lo studio di Hackethal et al.

Tabella 34 - Suddivisione dei clienti che si affidano ad un consulente in base al reddito

Sottogruppi in base al reddito degli individui che si affidano ad un consulente	Numero in %	Età media
Reddito inferiore a 30.000	57%	47
Reddito maggiore a 30.000	43%	48

In particolare, la suddivisione dei sottogruppi è la seguente: il primo comprende tutti gli investitori con reddito *inferiore ai 30.000 euro* (il 57%) e il secondo comprende i restanti investitori con reddito *superiore a 30.000 euro* (il 48%).

Il primo fattore analizzato è l'**età**: come è possibile vedere, anche se la differenza è molto sottile, gli investitori più ricchi sono anche in media più anziani, in linea con quanto affermato dagli autori.

Il secondo fattore analizzato è l'**esperienza**. Per avere una stima dell'esperienza finanziaria vengono studiati i risultati derivanti dalle domande di finanza generale che

erano state sottoposte ai rispondenti al questionario atte a misurare il loro livello di alfabetizzazione finanziaria (vedi paragrafo 4.2.3).

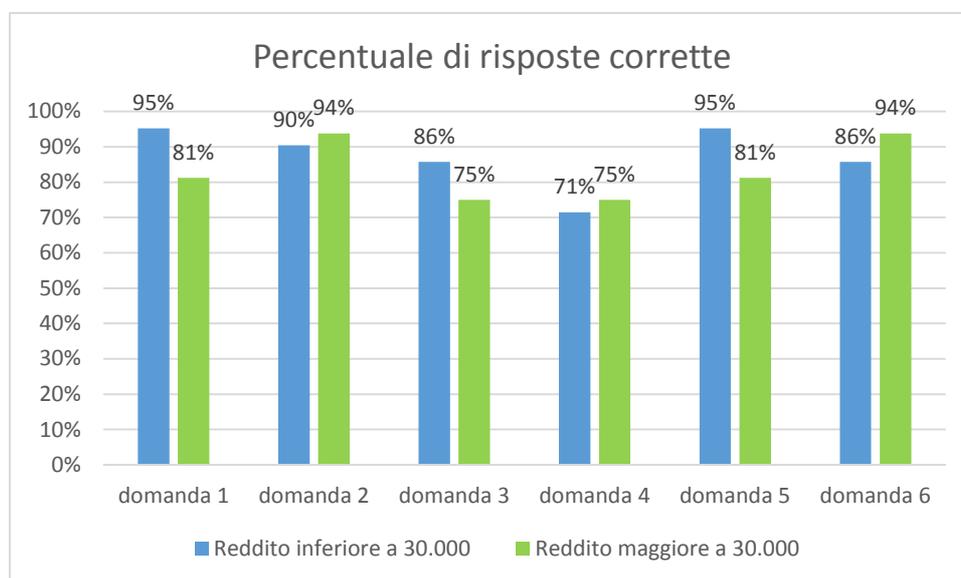


Grafico 62: Livello di alfabetizzazione finanziaria in base al reddito

Anche in questo caso la differenza è sottile, ma comunque si nota che, in media, gli investitori più piccoli hanno dato un maggior numero di risposte corrette rispetto agli investitori più ricchi; questo contrasta con la teoria di Hackethal et al. che vedeva gli individui più ricchi detentori di maggiore esperienza rispetto ai piccoli investitori.

Ultimo fattore analizzato è l'**avversione al rischio** del campione analizzato verso le istituzioni finanziarie in generale.

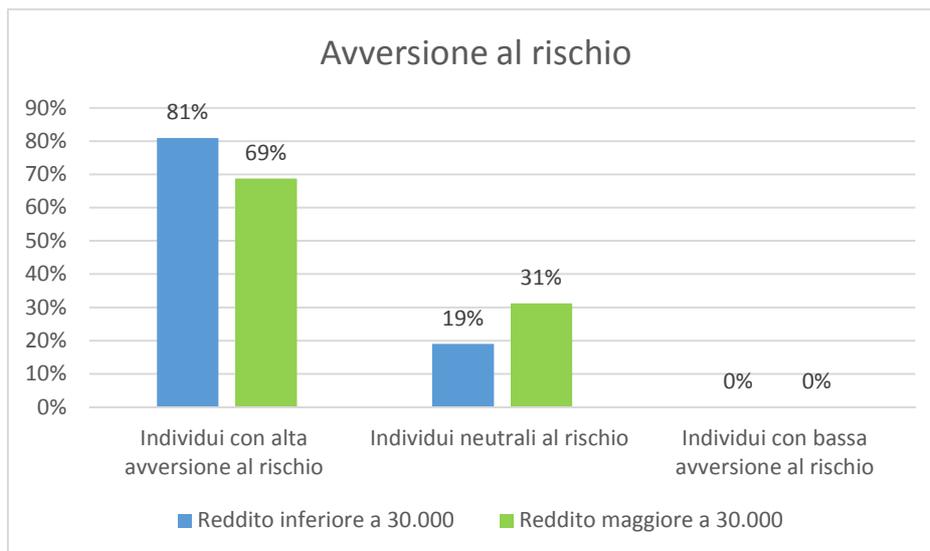


Grafico 63: Avversione al rischio in base al reddito

Questa volta, i risultati trovati sono in linea con quanto affermato dagli autori, ossia gli individui più ricchi mostrano una minore avversione al rischio di quella mostrata dai “piccoli risparmiatori”.

In definitiva, si può concludere dicendo che non si può dare una risposta affermativa alla **domanda di ricerca numero 5**. Infatti, dall’analisi condotta emergono dei risultati contrastanti: alcune caratteristiche rispecchiano quelle proposte dagli autori, ossia l’avversione al rischio e l’età media, altre, invece, ne sono in contrasto, come l’esperienza finanziaria. Per di più, gli autori concludevano l’analisi dimostrando che gli individui che maggiormente ricercano una consulenza in ambito finanziario sono quelli più anziani, con un buon livello di esperienza e ricchezza, single e di sesso femminile mentre, nel caso esaminato in questa tesi, la maggioranza degli individui che si affidano ad un consulente sono quelli più piccoli, più giovani e con maggior avversione al rischio (57%).

CONCLUSIONI

Questo elaborato si pone la finalità di studiare l'importanza dell'elemento *fiducia* nel processo di investimento finanziario, in particolare del ruolo che esso riveste nella creazione di una relazione stabile e duratura tra consulente e investitore finanziario.

Nel *primo capitolo* si è effettuata un'analisi sulla letteratura esistente in tema di fiducia con l'obiettivo di illustrare come questo elemento, molto spesso sottovalutato, sia invece fondamentale oltre che per le relazioni sociali anche per il corretto andamento del sistema economico.

Partendo da un'illustrazione delle varie tipologie di fiducia che vengono riconosciute in letteratura, si è poi analizzato come questa possa essere influenzata da moltissimi fattori nella sua formazione (ad esempio la razza, la religione, l'area geografica di provenienza, la *sociability* etc.) arrivando alla conclusione che essa non ha confini ben precisi essendo un concetto che varia da individuo a individuo.

Si è anche ragionato sul perchè comportamenti fiduciosi e affidabili esistano e persistano nel contesto economico quando invece, in tale ambiente, la regola del self-interest dovrebbe schiacciare la reciproca cooperazione. Molti studiosi danno una risposta a questa domanda affermando che l'uomo è spinto a tenere un comportamento a favore della collettività perché spera di raggiungere, mediante la cooperazione, un livello di benessere maggiore di quello attuale. Ma insieme ai benefici che derivano dalla creazione di un rapporto di fiducia tra individui possono sorgere anche dei rischi derivanti dal tradimento di tale rapporto, rischi che ricadono sul "truster": il soggetto che deve effettuare per primo la scelta di fidarsi o meno della controparte. Infine, si è considerato importante anche chiarire come la fiducia venga misurata in letteratura presentando una breve illustrazione di una metodologia di misurazione appartenente al filone *experimental* e di una appartenente al filone degli indicatori di sentiment: il Trust Game e il Financial Trust Index.

Nel *secondo capitolo* si è messa in risalto l'importanza dell'elemento fiduciario nel processo di investimento e nella creazione di un legame solido e duraturo tra consulente e investitore finanziario.

Dopo una breve trattazione sulle trappole cognitive (livello di alfabetizzazione finanziaria) e psicologiche (euristiche) che vanno ad influenzare le scelte di investimento degli individui, si riportano alcuni studi presenti in letteratura che dimostrano come il servizio di consulenza finanziaria porti al risparmiatore molti benefici, aiutandolo a superare i pregiudizi e prevenendo gli errori che questo compie nel processo di investimento. Non bisogna dimenticare, però, che tale servizio presenta anche alcune criticità in quanto i rendimenti derivanti da un portafoglio gestito sono considerati da molti autori sottoperformanti poiché vengono abbassati da due componenti: dalle commissioni che il consulente trattiene per il suo lavoro e dalla possibilità che, a causa di conflitti di interesse, i prodotti finanziari proposti al cliente non siano del tutto ottimali per lui. Prendendo in considerazione queste criticità, ci si è chiesto come mai la consulenza finanziaria venga proposta come una delle migliori soluzioni ai problemi di investimento degli individui. La risposta si ritrova in uno studio di Gennaioli, Shleifer, e Vishny (2015) in cui gli autori affermano che la consulenza finanziaria riveste un ruolo importante perché il consulente finanziario non offre ai clienti solamente la prospettiva di rendimenti migliori, ma offre anche altri vantaggi come l'affidabilità, l'esperienza e la tranquillità, ossia diventa un supporto emotivo per i risparmiatori che devono affrontare il processo di investimento. È qui che si coglie l'importanza dell'elemento fiducia nella relazione tra consulente e investitore: avere fiducia nella consulenza finanziaria porta con sé indubbi benefici perché permette all'individuo di superare le problematiche emotive e cognitive che lo allontanano dal mercato e di gestire in modo proficuo e sicuro il proprio patrimonio, cosa che probabilmente da solo non riuscirebbe a fare.

Nel *terzo capitolo* è stata riportata l'evoluzione storica della normativa italiana sul risparmio gestito, a partire dalla nascita del primo investitore istituzionale fino ad arrivare alle modifiche più recenti, con lo scopo di analizzare le regole di comportamento che gli operatori di mercato devono adottare nel rispetto degli investitori che nel mercato finanziario ripongono la fiducia. In particolare, è stata studiata la disciplina che inquadra

la figura del consulente finanziario autonomo e del consulente finanziario dipendente, anche alla luce delle modifiche normative che la nuova direttiva MiFID II inserirà nell'ordinamento italiano non appena entrerà in vigore. Inoltre, si è voluto mettere in risalto la ratio che ha spinto, in questi ultimi anni, il legislatore europeo a una continua produzione legislativa in tema di finanza: con l'aumento della trasparenza e delle tutele esso cerca di stimolare la *fiducia* perduta nel sistema economico, con la speranza che il risparmiatore torni essere attore nel mercato finanziario.

Per avvalorare i temi studiati in via teorica, nel *quarto e ultimo capitolo* è stata svolta un'analisi empirica sul tema della fiducia applicata alla consulenza finanziaria, guardando la relazione consulente-investitore dal punto di vista dei clienti. Nello specifico, sono state studiate le risposte ad un questionario che è stato sottoposto ad un campione di clienti di una Banca di Credito Cooperativo del Veneto nel periodo maggio-settembre 2017. Tale questionario è nato all'interno di un progetto di ricerca, promosso dal dipartimento di Management dell'Università Ca' Foscari di Venezia, che si propone di studiare le dinamiche di fiducia nella consulenza finanziaria. I questionari raccolti sono stati 109, di cui 71 completi in tutte le parti.

Per come è stato formulato, il questionario ha permesso di ricavare moltissime informazioni sul rapporto consulente-investitore, per cui da questa analisi sono nate quattro domande di ricerca primarie e tre domande di ricerca secondarie.

Il primo obiettivo di ricerca primario è stato quello di verificare se esiste un disallineamento tra *fiducia diretta* (la fiducia che il cliente dichiara di riporre nel consulente) e *fiducia indiretta* (misurata dalla percentuale di patrimonio che esso affida al professionista).

Il secondo e il terzo obiettivo di ricerca avevano lo scopo di indagare rispettivamente se il livello di fiducia dell'investitore verso il consulente evolva nel tempo e con quale probabilità i clienti rimarrebbero fedeli al professionista seguendolo nel caso questo cambiasse banca.

Infine, l'ultimo obiettivo di ricerca si proponeva di studiare se prevalga la dimensione scambio o la dimensione relazione nella creazione di un rapporto fiduciario con il professionista.

Gli obiettivi di ricerca secondari avevano, invece, lo scopo di verificare se quanto trovato con questa analisi empirica fosse in linea con alcuni studi presenti in letteratura sul tema fiducia e consulenza, ossia se i clienti intervistati rientrano nelle categorie di clienti che si affidano ad un consulente identificate da Hackethal et al. (nell'articolo "*Financial advisors: A case of babysitters?*"), e se le motivazioni che li spingono ad affidarsi ad un consulente rispecchiano quelle proposte da Gennaioli et. al. (nell'articolo "*Money doctors*").

Infine si è cercato di delineare il profilo del "consulente ideale", analizzando tutte le caratteristiche del professionista che sembrano essere apprezzate dai clienti intervistati. Da una prima analisi generale del campione, risulta che la maggioranza dei soggetti che hanno partecipato al sondaggio ricercano il servizio di consulenza finanziaria per la gestione dei propri risparmi. Emergono alcune particolari caratteristiche che distinguono questo gruppo di clienti dagli altri intervistati: si è trovato che tali individui sono più alfabetizzati finanziariamente degli altri soggetti, che sono molto attivi socialmente (il 97% di loro partecipa a una o più attività sociali), che sono meno avversi al rischio e che presentano tratti accentuati di amicalità, coscienziosità e di stabilità emotiva, mentre si dimostrano poco estroversi e aperti alle nuove esperienze.

Si è poi verificato se gli studi letterari sopracitati fossero in linea con quanto trovato nel lavoro svolto. Si è dimostrato che le motivazioni principali per cui i risparmiatori cercano il servizio di consulenza rispecchiano quelle proposte da Gennaioli et. al. in *Money doctors*, mentre risultati contrastanti emergono dallo studio della tipologia di individui che si affidano ad un consulente: dal campione analizzato emerge che solo alcune caratteristiche delle persone intervistate rispecchiano quelle proposte da Hackethal et al.

Questa prima analisi descrittiva ci permette anche di estrapolare alcune caratteristiche del consulente che i risparmiatori considerano importanti nella creazione di una buona relazione: il "consulente ideale" dovrebbe usare come mezzo di comunicazione principale per contattare il cliente le telefonate, dovrebbe dimostrarsi flessibile nel comunicare con lui, quindi raggiungibile anche in orari o in luoghi diversi da quelli dell'istituto di credito, e, infine, durante gli incontri dovrebbe utilizzare soprattutto materiale cartaceo fornito dalla banca e da terzi, riducendo invece l'utilizzo di internet e di riviste o articoli di giornale.

Un'analisi più approfondita dei dati, sostenuta da test statistici, ha permesso, inoltre, di formulare dei giudizi sulle dinamiche di fiducia esistenti tra gli intervistati e il loro consulente.

I primi risultati derivanti da tale analisi conducono a due importanti conclusioni: dal confronto tra la *fiducia diretta* e la *fiducia indiretta consolidata* del campione in esame, si dimostra che esiste un disallineamento tra fiducia dichiarata dal cliente e fiducia effettivamente riposta nel consulente, mentre dal confronto tra *fiducia indiretta iniziale* e *fiducia indiretta consolidata*, si deduce che il livello di fiducia che l'investitore ripone nel consulente finanziario evolve nel tempo.

Inoltre, con l'ausilio dei test statistici, si è trovato che anche il carattere di una persona influisce sul livello di fiducia che questa dimostra nei confronti del professionista; correlando le cinque dimensioni della personalità (Big Five) e fiducia, risalta in particolare un risultato: sia la *fiducia diretta* sia la *fiducia indiretta* (iniziale e consolidata) sono positivamente correlate con l'amicalità.

Si è poi riscontrato che la probabilità con cui gli individui seguirebbero il consulente nel caso questo cambiasse istituto di credito è molto bassa e che solo una piccola percentuale di essi (l'11%) si dimostrerebbe fedele ad esso seguendolo nel nuovo istituto di credito. Analizzando le caratteristiche di questi ultimi soggetti si è trovato che, a differenza di quanto visto nel campione generale, in questo sottogruppo c'è coerenza tra *fiducia percepita* e *fiducia effettivamente riposta nel consulente*, e che tale fiducia tocca livelli molto alti.

Infine, i risultati trovati dimostrano che, nella creazione di un legame fiduciario con il consulente, la maggioranza degli intervistati dà più peso ad elementi riconducibili alla dimensione scambio che ad elementi riconducibili alla dimensione relazione, pur non essendo, tali elementi relazionali, totalmente indifferenti ai rispondenti che apprezzano anche la possibilità di poter instaurare un rapporto con il consulente. Ma da un'analisi più approfondita sul tema, si raggiunge un risultato che necessita di essere sottolineato: c'è una piccola minoranza degli intervistati che considera ugualmente importante sia la dimensione scambio sia la dimensione relazione nel rapporto di consulenza. Questi intervistati sono proprio quelli che compongono il sottogruppo, citato in precedenza, dei

clienti che si sono dimostrati più fedeli al consulente. Quindi si può concludere dicendo che la dimensione relazione non deve essere sottovalutata nel rapporto di consulenza, perché consolida e fortifica la relazione di fiducia.

BIBLIOGRAFIA

Agarwal S., Driscoll J., Gabaix X., Laibson D. (2009) *The Age of Reason: Financial Decisions over the Life Cycle and Implications for Regulation*, Brookings Papers on Economic Activity, Fall: 51–101.

Annunziata F. (2010), *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, G. Giappichelli Editore

Armellini C., Mainò L., Romano G. (2008), *La guida del Sole 24 ore alla Consulenza finanziaria indipendente*. Il Sole 24 ore

Arrow, K.J. (1972), *Gifts and Exchanges*, Philos. Public Aff. 1, 343–362.

Balducci D. (2006), *Il Promotore Finanziario*, Edizioni FAG Milano

Barber, Brad M. and Terrance Odean (2001). *Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment*, Quarterly Journal of Economics, 116, 261-92

Barnett White T. (2005), *Consumer Trust and Advice Acceptance: The Moderating Roles of Benevolence, Expertise, and Negative Emotions*, Journal of Consumer Psychology, 15(2), 141-148

Ben-Ner A., Putterman L. (2001), *Trusting and trustworthiness*. Boston University Law Review 81, 523-551.

Borzi Nicola (2002), *Enron, ovvero: come ti affondo il fondo pensione*, ilsole24ore.com

Buchan N., Croson R. (2004), *The boundaries of trust: own and others' actions in the US and China*, J. of Economic Behavior & Org. 55, 485–504

Campbell J., Viceira L. (2003), *Strategic Asset Allocation – Portfolio Choice for Long-Term Investors*, New York: Oxford University Press

Capriglione F, (2010), *L'ordinamento finanziario Italiano, vol. 1 e 2*, CEDAM

Chalmers J., Reuter J. (2012), *What is the impact of financial advisors on retirement portfolio choices and outcomes?* Working paper, University of Oregon and Boston College.

Chalmers J., Reuter J. (2012), *How Do Retirees Value Life Annuities? Evidence from Public Employees*, Review of Financial Studies.

Chieppa Maggi A. (2003), *Il Promotore Finanziario*, Bari, Cacucci Editore

COFIP (2014), *La consulenza finanziaria e il ruolo dei professionisti*

Collins J. (2012), Financial Advice: A Substitute for Financial Literacy? *Financial Services Review*, Vol. 21, No. 4, 307-322.

Costi R. (2014), *Il mercato mobiliare*, Torino, G. Giappichelli Editore

Cruciani C., Gardenal G., Rigoni U., 2018, Dinamiche di fiducia nella consulenza finanziaria: un'analisi empirica, *Bancaria*, in corso di stampa

Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58

Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari

Drolet A., Luce M. F. (2004), *The rationalizing effects of cognitive load on emotion-based trade-off avoidance*, *Journal of Consumer Research*, 31, 63-77.

Durlauf S., Fafchamps M., (2004) *Social capital*, NBER Working Paper No. 10485.

Eckel C.C., Wilson, R.K., (2003). *Conditional trust: sex, race, and facial expressions in a trust game*, Paper prepared for the Conference on Trust and Institutions, Harvard University, April 24–26, 2003.

Eckel C.C., R.K. Wilson (2004), Is trust a risky decision?, *J. of Economic Behavior & Org.* 55, 447–465

Edgeworth F. Y. (1881), *Mathematical psychics*, London, Kegan & Paul

Erikson E. H., (1968), *Identity: Youth and crisis*. New York: W. W. Norton

Ermisch, Gambetta D., Laurie H., Siedler T., Uhrig S. C. N. (2009), *Measuring People's Trust*, *Journal of the Royal Statistical Society, Series A (Statistics in Society)*, Vol. 172, No. 4 (Oct., 2009), pp. 749-769

Fershtman C., Gneezy, U. (2001), *Discrimination in a segmented society: an experimental approach*, *Quarterly Journal of Economics* 116, 351–377.

Fukuyama, F., (1995). *Trust: The Social Virtues and the Creation of Prosperity*. The Free Press, New York.

Gambetta, D. (2000). *Can we trust? Trust: Making and Breaking Cooperative Relations*, 213–237.

- Gennaioli, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (2015), *Money Doctors*. The Journal of Finance, LXX
- Georgarakos D., Inderst R. (2011), *Financial advice and stock market participation*, European Central Bank Working paper 1296
- Georgarakos, D., Pasini, G. (2011), Trust, sociability, and stock market participation. *Review of Finance*, 15(4), 693–725.
- Glaeser E., Laibson D., Scheinkman J., Soutter C. (2000), *Measuring Trust*, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 115, No. 3, pp. 811-846
- Gosling, S. D., Rentfrow, P. J., & Swann, W. B. (2003), *A very brief measure of the Big-Five personality domains*, *Journal of Research in Personality*, 37(6), 504–528.
- Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2002), *People's opium? Religion and economic attitudes*, NBER Working Paper No. 9237
- Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2004), *Cultural Biases in Economic Exchange*, NBER Working Paper, n.11005.
- Guiso, L., Sapienza, P., and Zingales, L. (2004b), *The role of social capital in financial development*, *American Economic Review* 94, 526–556.
- Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2008). *Trusting the Stock Market*, The Journal of Finance, 63(602), 2557–2600.
- Hackethal A., Haliassos M., & Jappelli T. (2012), *Financial advisors: A case of babysitters?* Journal of Banking and Finance, 36(2), 509–524.
- Hong, H., Kubik, J. D., and Stein, J. C. (2004), *Social interaction and stock-market participation*, *Journal of Finance* 59, 137–163.
- Inderst R., Ottaviani M. (2009), *Misselling Through Agents*, *American Economic Review*, 99, 883–908.
- Irace A., Rispoli Farina M. (2010), *L'attuazione della direttiva MiFID*, Giappichelli Editore, Torino
- Kahneman D., Tversky A. (1974), *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, *Science*, New Series, Vol. 185, N. 4157., p. 1124-1131.

- Luce M., Payne J. W., Bettman J. R. (1999), *Emotional trade-off difficulty and choice*, Journal of Marketing Research, 36, 143-159.
- Lusardi M., Mitchell O. (2014), *Financial Literacy around the world: an overview*, Journal of Pension Economics and Finance, Cambridge University Press, vol. 10(04), pages 497-508
- Lusardi M., Mitchell O. (2014), *The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence*, Journal of Economic Literature, 52(1), 5-44
- Masullo S., Romano M. (2002), *Il consulente di investimento*, FAG, Milano
- McKnight D.H., Chervany N.L. (1996), *The meanings of trust*, University of Minnesota, Carlson School of Management, Working Paper
- Mitchell O., Utkus S. (2012), *Target-Date Funds in 401(k) Retirement Plans*, NBER Working Paper 17911
- Monti M. et al. (2014), *Retail investors and financial advisors: New evidence on trust and advice taking heuristics*, Journal of Business Research 67 (2014) 1749-1757
- Mullainathan S., Noeth M., and Schoar A. (2012), *The Market for Financial Advice: An Audit Study*, NBER Working Paper No. 17929
- Mullainathan S., Schwartzstein J., Shleifer A. (2008), *Coarse thinking and persuasion*, Quarterly Journal of Economics 123, 577-620.
- Mueller D. (1989), *Public Choice II*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Odean T. (1999), *Do Investors Trade Too Much?*, American Economic Review, 89, 1279-298
- Ostrom E. (2003), *Toward a behavioral theory linking trust, reciprocity, and reputation*. In: Ostrom, E., Walker, J. (Eds.), *Trust & Reciprocity*. Russell Sage Foundation, New York, pp. 19-79.
- Pelligra V. (2007), *I Paradossi della Fiducia. Scelte Razionali e Dinamiche Interpersonali*, il Mulino
- Rigoni U. (2006), *Finanza comportamentale e gestione del risparmio*, Giappichelli, Torino
- Rigoni U., Gardenal G. (2016), *Finanza comportamentale e gestione del rischio*, Giappichelli, Torino
- Rousseau, D., Sitkin, S., Burt, R., Camerer, C., (1998), *Not so different after all: a cross-discipline view of trust*. The Academy of Management Review 23, 393-404.

Slovic P. et al. (2002), *Rational actors or rational fools: implications of the affect heuristic for behavioral economics*, Journal of Socio-Economics 31 329–342

Smith S. (2010), *Race and Trust*, Annual Review of Sociology 36, 453–75

Taylor, R. G. (1989), *The role of trust in labor-management relations*. Organization Development Journal, summer, 1989: 85-89

Tedeschi F. (2008), *MiFID – La consulenza finanziaria e l'ambito di applicazione ai promotori finanziari*, Rivista di diritto bancario (www.dirittobancario.it)

Titmuss R. M. (1997), *The Gift Relationship: From Human Blood to Social Policy*. A. Oakley and J. Ashton (eds), London School of Economics and Political Science, London

van Rooij M., Lusardi A., Alessie R. (2011), *Financial Literacy and Stock Market Participation*, Journal of Financial Economics 101 (2): 449–72.

Yamagishi, T., Cook, K., Watabe, M., (1998), *Uncertainty, trust, and commitment formation in the United States and Japan*. American Journal of Sociology 104, 165–194

Zia b. e Xu L. (2012), *"Financial Literacy around the world: an Overview of the evidence with practical suggestions for the way forward"*, The world Bank, Policy Research Working Paper, No. 6107

Zitiello L. (2009), *La MiFID in Italia, la nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Itaedizioni

SITOGRAFIA

www.gazzettaufficiale.it

eur-lex.europa.eu

www.parlamento.it

www.dirittobancario.it

www.anasf.it

<https://gosling.psy.utexas.edu/scales-weve-developed/ten-item-personality-measure-tipi/>

<http://gss.norc.org/About-The-GSS>

<http://www.worldvaluessurvey.org/wvs.jsp>

<http://www.financialtrustindex.org/>