



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale

in

Economia e Finanza

(ordinamento D. M. 270/04)

Tesi di Laurea

**Il consulente finanziario e
il rapporto di fiducia con
il cliente: normativa ed
analisi**

Relatore

Ch. Prof.ssa Gloria Gardenal

Laureando

Raffaele Maria Paron

Matricola 861495

Anno Accademico

2020 / 2021

INDICE

INTRODUZIONE	13
CAPITOLO 1: LA FIGURA DEL CONSULENTE FINANZIARIO	17
1.1. L'attività del financial advisor	17
1.2. Il rapporto consulente - cliente	25
1.3. La normativa di riferimento	31
1.3.1. La direttiva 2004/39/CE - MiFID I	32
1.3.2. La direttiva 2014/65/UE - MiFID II	35
1.4. Banche tradizionali, banche virtuali e finanza alternativa	39
CAPITOLO 2: IL RUOLO DEL CONSULENTE FINANZIARIO NELLA GESTIONE DEL PORTAFOGLIO	47
2.1. L'alfabetizzazione finanziaria e la partecipazione al mercato dei capitali	47
2.2. La scelta del financial advisor: letteratura finanziaria e studi scientifici	55
2.3. L'ansia da investimento	61
2.4. L'importanza della diversificazione	68

CAPITOLO 3: LA FIDUCIA E LE SUE DETERMINANTI	77
3.1. Cos'è la fiducia	77
3.2. Come misurare la fiducia	86
3.3. Le determinanti della fiducia	93
3.4. Il rischio connesso alla fiducia	101
CAPITOLO 4: IL PUNTO DI VISTA DEI CONSULENTI FIANZIARI E DEI LORO CLIENTI: UN'ANALISI EMPIRICA	109
4.1 Introduzione	109
4.2 Le interviste ai consulenti	111
4.3 Il questionario clienti	115
4.3.1. Demografiche	115
4.3.2. Alfabetizzazione finanziaria	128
4.3.3. Avversione al rischio e diversificazione del portafoglio	131
4.3.4. Il rapporto con il consulente	137
4.3.5. Il ruolo del consulente	141
CONCLUSIONI	145
BIBLIOGRAFIA	149
SITOGRAFIA	155

APPENDICE 1: Intervista ai consulenti 157

APPENDICE 2: Questionario 159

INDICE DELLE FIGURE

Fig. 1.1 Consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede iscritti all'albo al 31 dicembre 2020 distinti per fasce di età	22
Fig. 1.2 Consulenti finanziari iscritti all'albo	24
Fig. 1.3 Il servizio di consulenza finanziaria visto dalle famiglie italiane	27
Fig. 1.4 La modalità di scelta degli investimenti delle famiglie italiane	29
Fig. 1.5 Le caratteristiche della direttiva MiFID I rapportate alle diverse diverse categorie di investitori	35
Fig. 1.6 Le tappe della direttiva MiFid II	36
Fig. 1.7 I servizi offerti dalle banche tradizionali e non tradizionali	40
Fig. 1.8 Costi dei principali servizi bancari, espressi in dollari americani	42
Fig. 1.9 L'alternative finance in Europa	44
Fig. 1.10 I motivi di scelta di una banca online	46
Fig. 2.1 Livello di ricchezza netta delle famiglie	49
Fig. 2.2 Livello di alfabetizzazione finanziaria	50
Fig. 2.3 Investimenti delle famiglie italiane	51
Fig. 2.4 Schema del ciclo delle emozioni nelle diverse fasi di mercato	63
Fig. 2.5 Avversione al rischio	64
Fig. 2.6 Volatilità storica	66
Fig. 2.7 Portafoglio efficiente	69
Fig. 2.8 La diversificazione in asset class	71
Fig. 2.9 Matrice di correlazione storica	72

Fig. 3.1 La fiducia	78
Fig. 3.2 Q-score	85
Fig. 3.3 Il Trust Game	87
Fig. 3.4 Livello di fiducia	89
Fig. 3.5 Prezzi delle case	90
Fig. 3.6 Grado di fiducia	93
Fig. 3.7 Fiducia verso gli altri	98
Fig. 3.8 Il dilemma del prigioniero	99
Fig. 3.9 La creazione della fiducia nel cervello umano	102
Fig. 3.10 Il cerchio della fiducia	106
Fig. 3.11 Umorismo e raccomandazione	107
Fig. 4.1 Genere – clienti consulente 1	116
Fig. 4.2 Genere – clienti consulente 2	116
Fig. 4.3 Genere – clienti consulente 3	117
Fig. 4.4 Età – clienti consulente 1	118
Fig. 4.5 Età – clienti consulente 2	118
Fig. 4.6 Età - clienti consulente 3	119
Fig. 4.7 Anni clienti Banca Mediolanum e consulente 1	120
Fig. 4.8 Anni clienti Banca Mediolanum e consulente 2	120
Fig. 4.9 Anni clienti Banca Mediolanum e consulente 3	121
Fig. 4.10 Livello di istruzione – clienti consulente 1	122

Fig. 4.11 Livello di istruzione – clienti consulente 2	122
Fig. 4.12 Livello di istruzione – clienti consulente 3	123
Fig. 4.13 Situazione lavorativa - clienti consulente 1	123
Fig. 4.14 Reddito annuale - clienti consulente 1	124
Fig. 4.15 Situazione lavorativa - clienti consulente 2	124
Fig. 4.16 Reddito annuale - clienti consulente 2	125
Fig. 4.17 Situazione lavorativa - clienti consulente 3	125
Fig. 4.18 Reddito annuale - clienti consulente 3	126
Fig. 4.19 Kruskal Wallis - genere	127
Fig. 4.20 Kruskal Wallis - età	127
Fig. 4.21 Kruskal Wallis - reddito annuale	128
Fig. 4.22 Alfabetizzazione finanziaria	129
Fig. 4.23 Alfabetizzazione finanziaria dell'intero campione intervistato	130
Fig. 4.24 Test Kruskal Wallis - alfabetizzazione finanziaria	131
Fig. 4.25 Avversione al rischio	132
Fig. 4.26 Avversione al rischio dell'intero campione	133
Fig. 4.27 Diversificazione del portafoglio	134
Fig. 4.28 Diversificazione gruppo consulente 1	135
Fig. 4.29 Diversificazione gruppo consulente 2	136
Fig. 4.30 Diversificazione gruppo consulente 3	136
Fig. 4.31 Caratteristiche del consulente 1	138
Fig. 4.32 Caratteristiche del consulente 2	139

Fig. 4.33 Caratteristiche del consulente 3	139
Fig. 4.34 Fiducia nel consulente (dispiacere per cambio advisor)	140
Fig. 4.35 I ruoli del consulente	141
Fig. 4.36 Il ruolo del consulente dal punto di vista dell'intero campione	143

Ringraziamenti

Desidero ringraziare innanzitutto le professoresse Gloria Gardenal e Caterina Cruciani per la disponibilità accordatami. In questi mesi di lavoro ho potuto apprezzare la loro grande professionalità e competenza che mi hanno permesso di ottenere importanti conoscenze e realizzare questo lavoro.

Ringrazio, inoltre, i tre consulenti finanziari e gli assistenti dell'ufficio di Venezia di Banca Mediolanum che mi hanno seguito e permesso di svolgere il case study, aiutandomi a crescere professionalmente.

Infine, desidero ringraziare tutta la mia famiglia ed i miei amici che mi hanno accompagnato in questo percorso, dandomi supporto in questo lavoro di tesi.

Introduzione

La consulenza finanziaria è considerata, dalla finanza comportamentale, un valido strumento utile ad indirizzare le decisioni dei risparmiatori.

Questo servizio ha come obiettivo quello di ridurre gli errori ed i comportamenti non razionali degli individui, dovuti alla mancanza di sufficienti informazioni e conoscenze dei mercati finanziari, che possono influenzarne le scelte, permettendo, conseguentemente, di ottenere dei risultati reddituali positivi, riducendo anche i rischi di portafoglio non coerenti con le aspettative di rendimento.

I risparmiatori che non si affidano ad un financial advisor possiedono, mediamente, dei portafogli con un basso grado di diversificazione (ciò equivale a dire che detengono un numero limitato di strumenti finanziari e/o che hanno una scarsa diversificazione internazionale) e partecipano raramente al mercato azionario, movimentando il proprio patrimonio con bassa frequenza.

La consulenza finanziaria è, quindi, un'attività che prevede sia un ruolo di educatore finanziario per la clientela, sia un metodo razionale e consapevole di costruzione di un portafoglio adatto alle esigenze di un determinato individuo. Questo importante servizio permette di far superare alle persone la sfiducia generalizzata verso il mondo finanziario, offrendosi come guida nel processo di investimento e diventando, pure, una valida fonte di rassicurazione e di supporto emotivo per gli investitori.

Indispensabile, pertanto, che il professionista riesca ad instaurare un rapporto di fiducia con il cliente, al fine di farlo sentire "in buone mani" nella gestione del suo capitale.

In Italia, la crisi finanziaria del 2008 ha contribuito a ridurre la tendenza delle persone a detenere strumenti finanziari rischiosi quali azioni, obbligazioni e fondi di investimento, e a far aumentare, in maniera elevata, la detenzione di attività finanziarie sotto forma di depositi e circolante.

Il ruolo dei servizi di consulenza relativo all'orientamento dei comportamenti dei risparmiatori rappresenta un tema di policy di grande rilievo, per questo motivo il legislatore comunitario, nell'ambito delle direttive MiFID I e II, ha ritenuto necessario assoggettare la consulenza a regole di condotta e normative piuttosto stringenti, allo scopo di perseguire la tutela del risparmiatore.

Lo scopo di questo elaborato è di esaminare, sotto vari aspetti, la figura del consulente finanziario e le dinamiche relative al legame di fiducia che si instaura all'interno del servizio di consulenza, evidenziando l'importanza che questa attività riveste per il sistema finanziario.

Nel primo capitolo viene analizzata la figura e l'attività del consulente finanziario, mettendo in luce le diverse tipologie del servizio di consulenza.

Vengono descritti sia il processo attraverso il quale un individuo diventa advisor, con l'iscrizione all'albo dei consulenti finanziari (OCF), sia i punti di forza attivati dal professionista per creare un solido rapporto di fiducia con il cliente.

Viene, inoltre, considerato il quadro normativo di riferimento, con le principali novità introdotte dalla direttiva MiFID I e MiFID II (Market in Financial Instruments Directive) ed i vari aspetti ad esso associati, in quanto l'attività di consulenza è considerata servizio d'investimento (quale servizio personalizzato).

In conclusione viene analizzata la differenza tra banche tradizionali, banche virtuali e finanza alternativa.

Il secondo capitolo valuta, attraverso la relazione Consob del 2019, l'alfabetizzazione finanziaria che possiedono le famiglie italiane.

Essa risulta piuttosto modesta: si attesta che solo circa il 35% della popolazione italiana abbia un discreto grado di educazione finanziaria.

Questa bassa percentuale posiziona l'Italia al 63° posto su 144 paesi considerati, secondo un recente studio commissionato dalla Banca Mondiale.

Successivamente, viene effettuato un excursus sulla letteratura economica ed i principali studi scientifici relativi alla scelta del financial advisor e trattati i temi inerenti all'emotività di un individuo che si accinge ad entrare nel mondo degli investimenti, descrivendo la cosiddetta ansia da investimento.

Nell'ultimo paragrafo viene esposta l'importanza della diversificazione del portafoglio negli investimenti finanziari, grazie alla *Moderna Teoria di Portafoglio* dell'economista americano Harry Markowitz.

L'obiettivo del terzo capitolo, invece, è lo studio del sentimento della fiducia, prendendo in considerazione il punto di vista di alcuni studiosi e ricercatori.

La fiducia risulta una costante in tutte le scienze sociali ed economiche e la letteratura evidenzia la sua fondamentale importanza, rendendola oggetto di molti studi ed articoli.

Viene svolta una valutazione circa i metodi utilizzati per la sua misurazione, in particolare attraverso il gioco del Trust Game, teorizzato nel 1995 da tre studiosi ed economisti statunitensi, Berg, Dickhaut e McCabe, e con il metodo degli indicatori, come ad esempio il GSS, il GTI e, forse il più conosciuto, FTI (Financial Trust Index).

Inoltre, sono delineate le determinanti della fiducia ed il ruolo che questo sentimento svolge nelle interazioni sociali, ed effettuata un'accurata analisi dei rischi connessi ad un suo possibile tradimento.

L'ultimo capitolo ha l'obiettivo di indagare quali siano i fattori che influenzano direttamente il processo di fiducia tra il consulente ed il risparmiatore, attraverso un'analisi empirica resa possibile grazie alla collaborazione avvenuta tra l'università di Ca' Foscari e l'agenzia di Venezia di Banca Mediolanum.

È stato somministrato un questionario a circa cento clienti, in particolare è stato analizzato un campione di circa 30/35 clienti rappresentativi del portafoglio di tre advisors dell'istituto bancario in questione.

Infine, è stata svolta un'intervista ai tre consulenti considerati, al fine di valutare il loro punto di vista relativo al rapporto instaurato con i clienti e ai punti di forza propri e dell'istituto bancario per il quale lavorano.

CAPITOLO 1: LA FIGURA DEL CONSULENTE FINANZIARIO

1.1. L'attività del financial advisor

La consulenza finanziaria è considerata dalla finanza comportamentale¹ lo strumento che riesce ad indirizzare le decisioni dei risparmiatori con l'obiettivo di ridurre gli errori cognitivi che possono influenzarne le scelte e, di conseguenza, consente anche alla clientela meno esperta di evitare errori comportamentali, riducendo notevolmente eventuali rischi di portafoglio e permettendo di conseguire dei risultati reddituali positivi.

Il servizio di consulenza, che consiste nell'orientare i comportamenti degli investitori, rappresenta un tema di policy: per questo motivo il legislatore comunitario, nell'ambito delle direttive MiFID I e II (Market in Financial Instruments Directive), ha ritenuto necessario inserire la consulenza tra i servizi di investimento, assoggettandola a regole di comportamento rigorose al fine di aumentare la tutela del risparmiatore.

Non sempre, però, il consulente ha come unico fine il benessere finanziario del cliente. Può succedere, infatti, che il consulente sia soggetto a conflitti di interesse derivanti dai rapporti con la banca da cui riceve mandato, con la conseguenza che egli venga sollecitato alla vendita di alcune tipologie di prodotti a discapito di altre che magari sarebbero più adeguate al profilo di un dato cliente.

Oppure può capitare che il consulente sia incentivato ad assecondare le credenze dell'investitore che vuole investire in determinati asset rischiosi

¹ La finanza comportamentale è una branca degli studi economici che unisce i principi dell'economia a quelli della finanza e della psicologia e studia il comportamento dei mercati finanziari tenendo conto del legame esistente con i comportamenti degli individui. I primi accenni a questa disciplina economica risalgono alla fine del 1700 (con l'economista scozzese Adam Smith) ma sono degli anni '60 i primi studi su questo settore da parte degli psicologi ed economisti A. Tversky, D. Kahneman e W. Edwards.

invece che sconsigliarlo perché, così facendo, ottiene una maggiore remunerazione a discapito della rischiosità e della diversificazione dell'investimento².

Nella letteratura moderna, sono presenti diversi studi che sostengono che la consulenza finanziaria può essere un valido mezzo per ridurre i comportamenti economici errati degli individui, in quanto è meno probabile che i consulenti si facciano condizionare da errori comportamentali nella gestione di un portafoglio altrui grazie anche al maggior grado di alfabetizzazione finanziaria³.

Il consulente, per esempio, può aiutare il cliente a moderare l'attività di compravendita di azioni che viene messa in atto dal cliente stesso quando presenta un'eccessiva fiducia nelle proprie capacità e nelle proprie conoscenze finanziarie⁴.

Il consulente finanziario, perciò, offre un aiuto all'investitore per superare tutte quelle trappole psicologiche e cognitive che renderebbero il processo di investimento del patrimonio problematico e difficoltoso per il cliente.

Il servizio di consulenza finanziaria è quindi un procedimento che prevede da una parte una componente di educazione finanziaria alla clientela e dall'altra un metodo consapevole di costruzione di un portafoglio coerente con la tolleranza al rischio dell'investitore cliente.

Secondo uno studio condotto da Hacketal, Haliassos e Jappelli (2012), l'attività svolta dal consulente finanziario può essere paragonata a quella del babysitter.

Infatti, gli individui che si affidano ad un consulente finanziario ottengono maggiori rendimenti, minore rischio sistematico e non sistematico, minori perdite e maggiore diversificazione, avvalorando la loro tesi attraverso un

² Graham B., Buffet W., *L'investitore intelligente*, Hoepli Milano, 1973 (versione aggiornata con nuovi commenti di Jason Zweig, 2003)

³ Hacketal A., Haliassos M., Jappelli T., *Financial advisors: A case of babysitters?*, Journal of Banking and Finance, 2012, p. 15 e seguenti

⁴ Cervellati E. M., Pattono A., *Investire con testa e cuore – Come conciliare ragione e sentimento per decisioni di investimento migliori*, FrancoAngeli s.r.l., Milano, 2017

confronto diretto tra i rischi/rendimenti derivanti da un portafoglio gestito individualmente e da uno gestito invece da un consulente finanziario esperto⁵. In base alle proprie esigenze di investimento, il risparmiatore può scegliere tra diverse tipologie di consulenza, ognuna con un grado di personalizzazione diverso.

Una prima tipologia di consulenza che il risparmiatore può trovare sul mercato è la “money guidance”, una consulenza generica così definita da Massimo Scolari nel suo testo *Il valore della consulenza finanziaria* (2015)⁶.

La “money guidance” può essere definita come quel processo formativo che mira all'accrescimento delle competenze economico-finanziarie delle famiglie attraverso iniziative di educazione finanziaria. Queste iniziative permettono ai risparmiatori di affinare le proprie capacità di pianificazione, la conoscenza del mercato finanziario e la consapevolezza dei rischi, portando come beneficio effetti positivi sulla situazione finanziaria in un'ottica di medio-lungo termine (superiore a 3/5 anni).

Questa tipologia manca dell'elemento soggettivo della personalizzazione, perché ha come destinatario diretto la clientela, quindi rientra più nella definizione di una raccomandazione generale piuttosto che di una consulenza in senso stretto.

Diversa, invece, è quella che viene chiamata da Masullo e Romano ne *Il consulente di investimento* (2002), la consulenza tradizionale⁷. Questo tipo di consulenza può essere riconosciuta nell'attività svolta dal consulente finanziario che ha come scopo la promozione di servizi di investimento, il collocamento di prodotti finanziari e la relativa consulenza al cliente.

Anche questo tipo di consulenza può essere considerata come una consulenza “impropria”, non personalizzata, in quanto il consulente finanziario si limita a

⁵ Hacketal A., Haliassos M., Jappelli T., *Financial advisors: A case of babysitters?*, Journal of Banking and Finance, 2012, Vol. 36 (2), pp.509-524

⁶ Scolari M., *Il valore della consulenza finanziaria*, ASCOSIM, 2015

⁷ Masullo S., Romano M., *Il consulente di investimento*, FAG, Milano, 2002, pp. 49 e seguenti

proporre gli strumenti offerti dall'intermediario per il quale lavora, privandola di una visione economico-finanziaria globale, proponendo cioè un unico approccio di vendita a differenti risparmiatori.

Rimane, infine, la consulenza pura, così definita sempre da Masullo e Romano, che vede il consulente professionista come il fondamentale pilastro della consulenza finanziaria personalizzata.

Secondo questa tipologia, il consulente diventa un distributore di prodotti e servizi che sa ascoltare il cliente offrendogli la consulenza più adatta alle sue esigenze e permettendogli di raggiungere gli obiettivi desiderati. Il consulente, garantendo trasparenza e sicurezza, saprà offrirgli una consulenza che consideri le opportunità presenti sui mercati e gli investimenti più adatti a lui: ogni cliente, infatti, è diverso, anche caratterialmente oltre che per situazione personale e patrimoniale; non esistono, pertanto, dei prodotti finanziari che valgano per tutti.

Dunque, il compito del consulente, grazie all'ascolto, alla conoscenza complessiva del cliente e delle sue esigenze e grazie alla propria competenza nel settore, sarà consigliare e determinare il portafoglio più adatto per quello specifico cliente, dando risposta alle sue reali necessità.

L'attività di consulenza finanziaria può svolgersi anche da remoto: grazie alla digitalizzazione del settore l'advisor è in grado di spedire e variare le proposte del cliente direttamente dal suo computer, e pure il cliente non ha bisogno di spostarsi perché attraverso un pin dispositivo può dare il via a tutti gli accordi presi con il proprio consulente.

La consulenza, secondo questo criterio, diventa completamente esclusiva, attuata solo dopo un'attenta analisi del cliente e della sua situazione economico-finanziaria. In questo caso l'obiettivo è di consigliare il singolo risparmiatore su quali strumenti finanziari investire tra quelli presenti sul mercato, in modo da favorire i suoi interessi patrimoniali e non soltanto quello di vendere gli strumenti finanziari dell'azienda che il consulente rappresenta.

Nell'ordinamento italiano, quest'ultima tipologia viene classificata come *consulenza in materia di investimenti* (Testo Unico della Finanza (TUF), 1998, art.1, comma 5-septies) e la sua attività richiede il rilascio di un'apposita autorizzazione.

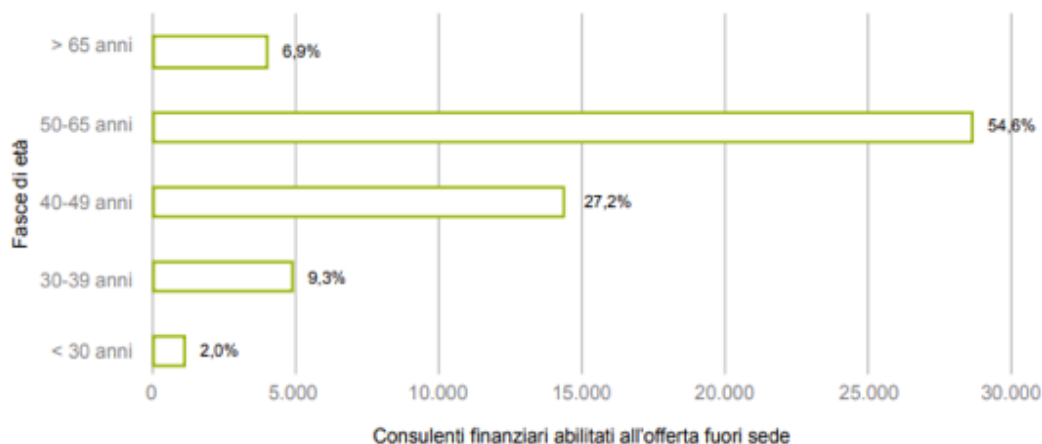
Il ruolo del consulente finanziario inizia con la creazione di un rapporto di fiducia con il cliente attraverso una relazione, un rapporto di conoscenza che si instaura per conoscere a fondo la persona ed aiutarla, nel miglior modo possibile, a pianificare, togliere eventuali dubbi e dare una risposta adeguata in relazione agli investimenti del suo patrimonio⁸.

Grande deve essere la flessibilità, la disponibilità e l'attenzione nei confronti dei clienti, tutte persone diverse con una loro specifica complessità, frutto di situazioni familiari e patrimoniali diverse che il consulente finanziario deve essere sempre preparato a gestire al meglio, con una grande apertura mentale. Oltre al proprio percorso di studio, molto importante è il ruolo della competenza tecnica dell'advisor che non deve limitarsi allo studio quotidiano dei grafici degli andamenti di mercato, ma va implementata con un continuo percorso formativo dettagliato ed approfondito offerto, spesso, dall'azienda/banca di appartenenza che, con la sua struttura ben organizzata, diventa un importante supporto per tutte le attività di sviluppo che il consulente stesso svolge, non lasciandolo mai da solo ad affrontare il mercato e i relativi clienti.

Attualmente il settore della consulenza finanziaria, in Italia, è anagraficamente anziano, circa il 60% dei portafogli sono gestiti da consulenti che hanno oltre sessant'anni di età e ciò rappresenta una grande opportunità per i giovani interessati a questa attività.

⁸ Doris E., *C'è anche domani*, Sperling & Kupfer, 2014

Figura 1.1: Consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede iscritti all'albo al 31 dicembre 2020 distinti per fasce di età



Fonte: Relazione annuale 2020, Ocf

L'attività di consulenza finanziaria rappresenta una nicchia di mercato che non esisteva prima della metà del secolo scorso, essa ha cominciato, infatti, a svilupparsi soltanto dopo il 1950.

Per svolgere l'attività di consulente finanziario in Italia è necessario, obbligatoriamente, essere iscritti all'albo OCF, l'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari⁹, e aver superato una prova valutativa piuttosto impegnativa e certificare determinati requisiti.

L'iscrizione all'albo è indice di garanzia della professionalità dei consulenti.

L'albo unico prevede tre distinte sezioni per l'iscrizione dei consulenti finanziari, nello specifico una sezione per i consulenti finanziari abilitati

⁹ L'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari (OCF) è l'organismo di vigilanza e controllo dei consulenti finanziari, costituito nel 2007 da Abi, Anasf ed Assoreti. L'OCF si occupa anche di organizzare le prove valutative per l'idoneità allo svolgimento della professione e provvede a una regolare verifica che gli iscritti continuino ad avere i requisiti professionali e di onorabilità richiesti per lo svolgimento della professione. In caso di perdita dei requisiti, l'organismo provvede alla cancellazione del consulente dall'albo.

all'offerta fuori sede (gli ex promotori finanziari), una per i consulenti finanziari autonomi e una per le società di consulenza autonoma.

La prova valutativa per l'iscrizione nella sezione dell'albo unico dei consulenti finanziari relativo alle persone fisiche è indetta, dall'OCF, annualmente. La prova è tenuta in diverse sessioni ed appelli che si svolgono mensilmente, in varie sedi, in particolare Roma, Milano, Venezia e Palermo.

La prova valutativa, della durata massima di 85 minuti, consiste nel rispondere, in forma scritta, a 60 quesiti a risposta multipla. Il punteggio minimo per superare la prova è di 80 punti su una votazione massima di 100.

Il database, composto da 5.000 domande totali, è aggiornato periodicamente sia in seguito a modifiche di leggi o regolamenti, sia in seguito all'evoluzione del settore, in collaborazione con l'università LUISS di Roma¹⁰.

La prova valutativa, che verte principalmente su cinque materie (diritto del mercato finanziario, matematica finanziaria, diritto privato e diritto commerciale, diritto tributario e diritto previdenziale ed assicurativo), deve consentire la verifica "dell'effettivo possesso da parte dei candidati delle conoscenze e competenze necessarie per lo svolgimento della relativa attività"¹¹.

Una volta superato l'esame, se in possesso di determinati requisiti, è possibile effettuare la registrazione all'interno del sito dell'OCF: "il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentita la CONSOB, determina i requisiti di onorabilità e di professionalità per l'iscrizione dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede all'albo previsto dal comma 4. I requisiti di professionalità per l'iscrizione all'albo sono accertati sulla base di rigorosi criteri valutativi che tengano conto della pregressa esperienza

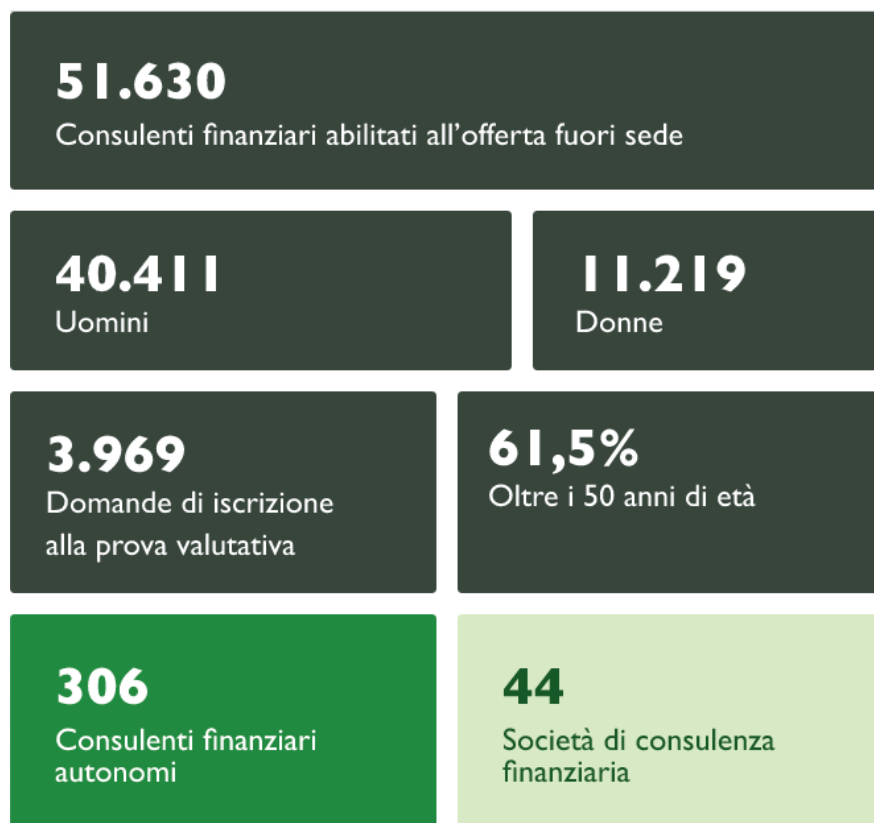
¹⁰ Sito online di OCF: <https://www.organismocf.it/portal/web/portale-ocf>

¹¹ Articolo 149, comma 2, Regolamento intermediari n. 20307 emanato dalla CONSOB il 15 febbraio 2018

professionale, validamente documentata, ovvero sulla base di prove valutative”¹².

Con l’iscrizione non termina il rapporto del consulente con l’Organismo, periodicamente egli è tenuto a comunicare gli indicatori di controllo in merito alla propria attività ed al proprio operato.

Figura 1.2: Consulenti finanziari iscritti all’albo



Fonte: Relazione annuale 2020, OCF

¹² Articolo 31, comma 5, Testo Unico della Finanza (TUF)

1.2. Il rapporto consulente - cliente

C'è un cambio di mentalità, attualmente in corso, da parte del risparmiatore italiano, forse causato dai numerosi articoli sui temi di finanza e sulle banche che riempiono i giornali e spingono il lettore ad informarsi di più e, quindi, ad abbandonare le scelte di un tempo, come il BOT (Buono Ordinario del Tesoro) a tre mesi o ad un anno, non più appetibile come una volta, per iniziare a meglio pianificare, con il supporto del consulente finanziario, i suoi investimenti in un'ottica di medio-lungo periodo (3-10 anni), con obiettivi che il consulente stesso gli permette di inquadrare e raggiungere¹³.

Per costruire un portafoglio ottimo, esistono principalmente quattro elementi chiave da seguire: il rispetto del principio di adeguatezza (la direttiva 2004/39/CE - MiFID I- prevede che ai fini della valutazione dell'adeguatezza, l'intermediario deve ottenere dal cliente informazioni in merito alle esperienze e conoscenze in materia di investimento, al tipo specifico di prodotto o servizio, alla situazione finanziaria e agli obiettivi d'investimento), l'efficienza del portafoglio rispettando vari indicatori (come ad esempio l'indice di Sharpe e quello di concentrazione), la qualità dei prodotti offerti (un numero di stelle elevato, considerando il rating Morningstar) e la coerenza con il profilo di rischio che possiede il cliente in questione, con un controllo costante del rischio di portafoglio ed il monitoraggio della performance.

È molto importante che il servizio di consulenza sia in linea con la direttiva MiFID e preveda la costruzione di un portafoglio con un adeguato livello di rischio-rendimento voluto dal cliente, ottenuto attraverso raccomandazioni personalizzate coerenti con il profilo di rischio del cliente, la costruzione del portafoglio più adatto alle sue esigenze, la possibilità di selezione tra una vasta gamma di strumenti quali, ad esempio, fondi multibrand, ETF, azioni ed

¹³ Cervellati E. M., Pattono A., *Investire con testa e cuore – Come conciliare ragione e sentimento per decisioni di investimento migliori*, FrancoAngeli s.r.l., Milano, 2017

obbligazioni, la simulazione di portafogli modello costruita in sede per ogni esigenza, un monitoraggio costante del rischio associato e un'ampia informativa finanziaria.

In particolare, gli investitori che non si affidano ad un consulente finanziario detengono portafogli poco diversificati (scarsa diversificazione internazionale, numero di strumenti finanziari contenuto), partecipano in scarsa misura al mercato azionario, ricorrono di rado agli strumenti di risparmio gestito (ad esempio fondi di investimento) e movimentano il portafoglio con bassa frequenza¹⁴.

Attraverso l'educazione finanziaria, gli investitori migliorano la comprensione dei prodotti finanziari e, grazie anche all'informazione e all'istruzione, aumentano le conoscenze e la fiducia necessarie affinché vi sia una maggiore consapevolezza dei rischi finanziari e delle opportunità, in modo tale da poter compiere scelte efficaci per migliorare il loro benessere finanziario. Nel nostro Paese, la crisi finanziaria ha contribuito a ridurre in maniera ulteriore la propensione dei risparmiatori a detenere strumenti finanziari rischiosi (azioni, fondi d'investimento attivi ed obbligazioni) ed è aumentato il numero di famiglie che detengono attività finanziarie esclusivamente sotto forma di depositi e circolante.

I servizi di consulenza possono ricoprire un ruolo rilevante nel promuovere lo sviluppo dei mercati finanziari, favorendone l'accesso ai risparmiatori, ed allo stesso tempo orientando gli investitori a diversificare maggiormente i portafogli, in modo da garantire una relazione tra rischio e rendimento più favorevole rispetto al circolante ed ai depositi.

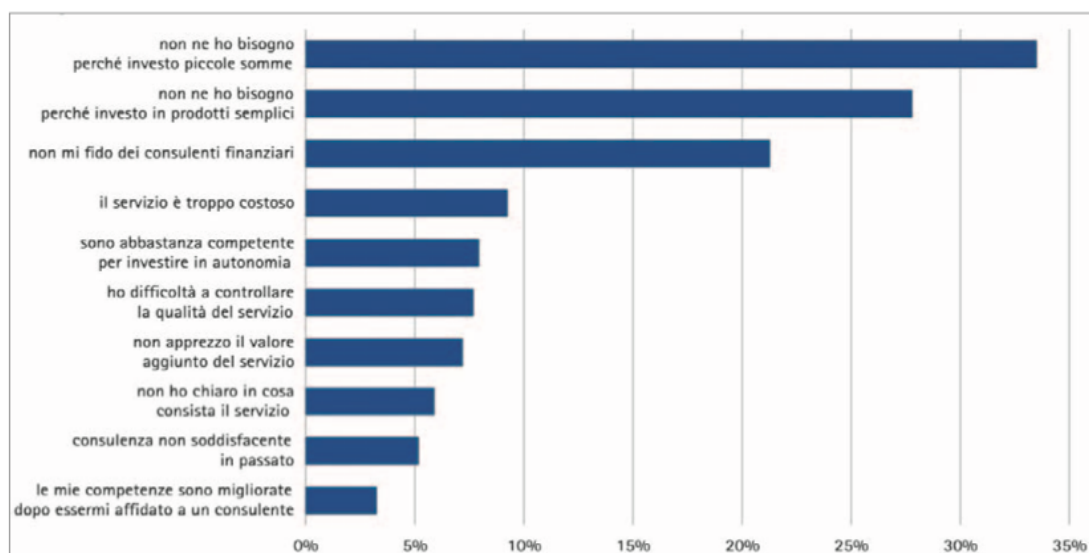
Inoltre, nei periodi di instabilità sui mercati finanziari, i servizi di consulenza che si adattano alle caratteristiche dei clienti e sono fondati su legami di fiducia consolidati, possono contenere la tendenza a comportamenti irrazionali, che

¹⁴ Graham B., Buffet W., *L'investitore intelligente*, Hoepli Milano, 1973 (versione aggiornata con nuovi commenti di Jason Zweig, 2003)

portano i risparmiatori ad uscire completamente dai mercati finanziari in perdita aumentando di conseguenza le famose *crisi di liquidità*.

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.

Figura 1.3: Il servizio di consulenza finanziaria visto dalle famiglie italiane



Fonte - CONSOB - elaborazioni su dati GfK Eurisko - Osservatorio su "L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane".

La decisione di effettuare un investimento, 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. 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 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.

In conclusione, la gestione autonoma del patrimonio finanziario può risultare difficile e problematica, ecco allora che un valido aiuto, per superare il problema, arriva proprio dalla consulenza finanziaria. Il consulente, infatti, si propone come guida per il risparmiatore nel processo di investimento, aiutandolo a superare gli errori cognitivi che questo potrebbe compiere, 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 di conseguenza impiega più capitali in prodotti finanziari, riuscendo a superare la diffidenza verso il sistema finanziario e le sue istituzioni.

In questo modo, anche la sua avversione al rischio diminuisce, portandolo ad inserire nel proprio portafoglio attività maggiormente rischiose ma più redditizie.

Un'altra tendenza comportamentale negativa, che si riscontra molto spesso nelle scelte degli investitori individuali e che può venire facilmente controllata dal consulente finanziario può essere la scelta di negoziare asset sulla base di criteri errati, come ad esempio ponendo particolare attenzione solo all'andamento dei rendimenti passati o sui prezzi di riferimento dell'asset

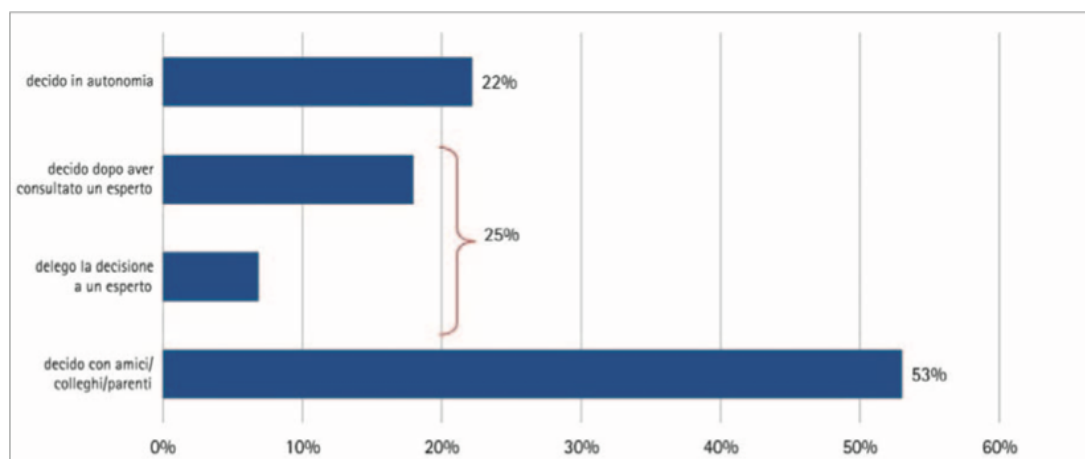
stesso o soltanto sulla dimensione del guadagno o della perdita del periodo di partecipazione¹⁵.

Gli individui, specialmente con un basso grado di alfabetizzazione finanziaria, difficilmente riescono a gestire autonomamente in modo efficiente le proprie scelte di investimento, in quanto le fonti da cui possono ricevere spunti per aggiustare e indirizzare le loro decisioni finanziarie sono molteplici.

Essi, il più delle volte, si affidano a famiglia ed amici a cui chiedono consigli per la gestione del patrimonio.

Certamente la scelta migliore per un investitore è farsi guidare nel processo di impiego dei capitali da un consulente finanziario.

Figura 1.4: La modalità di scelta degli investimenti delle famiglie italiane



Fonte - CONSOB - Elaborazioni su dati GfK Eurisko - Osservatorio su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane'

Nello studio di Hackethal et al. (2012) *Financial advisors: A case of babysitters?*, citato in precedenza, gli autori cercano di definire quali sono le tipologie di individui che si affidano ad un servizio di consulenza finanziaria con maggiore

¹⁵ Grinblatt M., Keloharju M., Linnainmaa J., *IQ and Stock Market Participation*, The Journal of Finance, 2011, Vol. 66, n. 6, pp. 2121-2164

possibilità. Essi ipotizzano che la clientela può essere suddivisa principalmente in due macrocategorie.

La prima categoria è composta dai piccoli investitori, i giovani con poca esperienza, che cercano nel consulente una guida da cui ricevere informazioni economico-finanziarie e un aiuto per evitare bias nel processo di investimento, con lo scopo di incrementare i risultati positivi e diminuire quelli negativi.

La seconda categoria, invece, comprende gli investitori più “anziani”, quelli con maggiori risorse patrimoniali e spesso anche con un’esperienza maggiore, che richiedono il supporto della consulenza finanziaria perché non hanno il tempo per dedicarsi in modo adeguato alla gestione del proprio portafoglio o perché cercano di ottenere migliori rendimenti, anche a costo di assumersi un rischio maggiore.

Hackethal, Haliassos e Jappelli hanno effettuato uno studio su un campione significativo di individui utilizzando un modello di regressione binaria, per indagare, nello specifico, circa le caratteristiche che contraddistinguono i risparmiatori che ricercano la figura del consulente a supporto dei loro investimenti. Le variabili che vengono prese in considerazione per quest’analisi sono il genere del cliente, l’età, lo stato civile, l’inquadramento occupazionale, il livello di istruzione e l’esperienza finanziaria.

L’analisi ha dimostrato, con una probabilità piuttosto elevata, che gli individui che si affidano maggiormente al servizio di consulenza finanziaria sono gli investitori più anziani (lavoratori autonomi con un’età superiore a 50 anni), con un buon livello di ricchezza ed esperienza in materia finanziaria, non sposati e tendenzialmente di sesso femminile. Questi individui non hanno molti incentivi a spendere parte del loro tempo nella gestione dei propri portafogli e cercano altre strategie di investimento al fine di ottenere dei rendimenti maggiori rispetto ad una gestione autonoma del proprio patrimonio.

Questa probabilità tende a diminuire se l’individuo è sposato ed è di sesso maschile.

1.3. La normativa di riferimento

Nel corso degli anni il servizio di consulenza finanziaria ha subito un'evoluzione dal punto di vista della normativa, sia a livello nazionale che europeo.

La legge n. 1 del 2 gennaio 1991 (legge sulla disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari) conosciuta anche come Legge S.I.M., è la prima normativa riguardante la consulenza a livello nazionale. Essa fa una distinzione sostanziale tra due diverse tipologie di attività di consulenza: una in materia di valori mobiliari, che si riferisce principalmente all'attività di intermediazione mobiliare (di competenza esclusiva delle società di intermediazione mobiliare (S.I.M.), delle banche e della categoria degli agenti di cambio) per la quale è richiesto il rilascio di una specifica concessione, e la consulenza in materia finanziaria, la cosiddetta *corporate finance*, che rientra fra i servizi accessori ed è esercitabile senza alcun tipo di autorizzazione.

Con la direttiva 93/22/CE del 10 maggio 1993, riguardante i servizi di investimento mobiliari, si ha la liberalizzazione di tutte le attività di consulenza, che vengono incluse tra i servizi accessori e che le rendono un servizio offribile da qualsiasi persona fisica o giuridica, senza bisogno di un'autorizzazione specifica. Questa direttiva viene recepita dal legislatore italiano con il decreto legislativo del 23 luglio 1996, n. 415 e riconfermata con l'emanazione del TUF (Testo Unico della Finanza)¹⁶.

Negli anni novanta, nonostante la presenza di questa direttiva, continua a mancare una definizione precisa che specifichi in modo univoco cosa sia il servizio di consulenza, e la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa)¹⁷ cerca di chiarire quali siano le sue esatte funzioni, definendo la

¹⁶ Decreto legislativo n.58 del 24 febbraio 1998, entrato in vigore il 1 luglio del 1998

¹⁷ La CONSOB è un'autorità amministrativa indipendente dotata di personalità giuridica, istituita nel 1974. Il suo compito principale è il controllo delle attività di Borsa Italiana, che viene svolto vigilando il corretto comportamento degli intermediari e tutelando gli investitori

consulenza finanziaria un servizio accessorio che consiste “nel fornire al cliente indicazioni utili per effettuare scelte di investimento e nel consigliare le operazioni più adeguate in relazione alla situazione economica e agli obiettivi del cliente stesso”¹⁸.

Nella prestazione del servizio gli intermediari abilitati, tra cui le banche e le SIM in particolare, sono tenuti ad osservare le regole generali di comportamento previste con riguardo ai servizi di investimento. Vigono gli obblighi di “operare con diligenza, trasparenza e correttezza nell’interesse dei clienti, di acquisire e fornire informazioni adeguate, di svolgere in termini generali una gestione indipendente, sana e prudente”¹⁹.

Contrariamente, non sono obbligati al rispetto di queste regole i soggetti diversi dagli intermediari, a cui viene richiesto solamente l’uso della professionalità e della diligenza richieste dalla natura della loro prestazione, normando, in tal modo, la loro attività soltanto con le norme del diritto comune, non essendo prevista alcuna diversa forma di vigilanza o di controllo²⁰.

1.3.1. La direttiva 2004/39/CE - MiFID I

Una maggiore chiarezza del concetto di consulenza finanziaria si ha con il recepimento nel TUF della Direttiva 2004/39/CE, conosciuta meglio come direttiva MiFID I (Market in Financial Instruments Directive).

che operano nel mercato, garantendo, quindi, l’efficienza all’interno del mercato mobiliare italiano.

¹⁸ Vedi Decreto legislativo 58/1998 e comunicazione Consob n. 99018236 del 16 marzo 1999

¹⁹ Articolo 21, Testo Unico della Finanza (TUF), articolo 26 e seguenti, Regolamento Consob 11522/98

²⁰ Guffanti Pesenti L., *Corte europea di giustizia*, Europa e diritto privato, 2011

Nasce con l'obiettivo di armonizzare le normative dei paesi comunitari in tema di intermediazione finanziaria, con lo scopo di rafforzare le tutele verso gli investitori, attraverso l'introduzione di obblighi informativi più stringenti in capo alle imprese di investimento che operano nei mercati finanziari, al fine di ottenere una maggiore trasparenza.

La consulenza in materia di investimenti torna ad essere considerata un'attività riservata e viene nuovamente inclusa fra i servizi di investimento, per svolgere la quale è indispensabile ottenere un'autorizzazione.

Il recepimento nell'ordinamento italiano di questa importante direttiva, ha fatto passare di livello l'attività di consulenza in materia di investimento che è diventata un servizio finanziario riservato a soggetti autorizzati: la consulenza finanziaria è da sempre considerata un elemento essenziale per consentire alla clientela meno esperta di ottenere dei positivi risultati patrimoniali, riducendo i rischi di portafoglio non coerenti con le aspettative di rendimento del risparmiatore e cercando di evitare errori comportamentali²¹.

Il servizio di consulenza viene definito come "la prestazione di raccomandazioni personalizzate ad 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"²².

Questa definizione del servizio di consulenza precisa che si tratta, quindi, di una raccomandazione personalizzata volta a suggerire un investimento relativo ad uno specifico strumento finanziario, dunque, è necessario venga data non una semplice informazione relativa a un'operazione su un determinato asset

²¹ Scolari M., *La consulenza finanziaria verso la Mifid 2*, 2015

²² Articolo 1, comma 5-septies, Testo Unico della Finanza (TUF)

finanziario, ma una specifica raccomandazione a cui viene connesso l'obbligo di valutarne l'adeguatezza.

Il consulente deve dare un consiglio, esprimere un determinato giudizio o fare una specifica valutazione sulla rilevanza dei fatti, degli eventi e sulle scelte di investimento del cliente, non limitandosi solamente a riportare dei fatti o degli eventi rilevanti²³.

I consulenti devono verificare che gli investimenti proposti a chi li richiede siano adeguati: un'operazione non adeguata non può mai venire consigliata, nemmeno se è il risparmiatore la autorizza.

Per adempiere a quest'obbligo, l'intermediario deve richiedere e ottenere dal cliente informazioni dettagliate, necessarie al fine di verificare l'esperienza e la conoscenza per il tipo di asset o di servizio richiesto, il livello di istruzione, la professione svolta e la frequenza delle operazioni finanziarie già compiute, insieme alla sua situazione finanziaria, comprese le informazioni riguardo il periodo di tempo per cui il cliente intende conservare l'investimento, la sua propensione al rischio e le finalità dell'investimento.

Senza essere in possesso di questo genere di informazioni (che devono essere fornite prima del rapporto), il consulente non può prestare consulenza o gestire il portafoglio del risparmiatore in questione.

Una volta che ha acquisito i dati, il consulente fornisce informazioni circa le operazioni consigliate, coerenti con gli obiettivi di investimento del cliente, operazioni di natura tale per cui il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare i rischi collegati all'investimento, e che risulti in possesso della competenza e conoscenza necessaria al fine di comprendere i rischi connessi alla gestione del portafoglio. Alla fine di questo processo la consulenza può ritenersi adeguata.

Nel caso in cui la consulenza sia effettuata a un cliente professionale, il consulente può presumere che "il cliente abbia un livello necessario di

²³ Guffanti Pesenti L., *Corte europea di giustizia*, Europa e diritto privato, 2011

competenze circa gli strumenti, le operazioni e i servizi per i quali tale cliente è in tal modo classificato”²⁴.

Figura 1.5: Le caratteristiche della direttiva MiFID I rapportate alle diverse categorie di investitori

	Categorie di Investitori		
	Dettaglio	professionale	Qualificato
Norme di comportamento: le imprese devono agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei clienti	✓	✓	No obbligo
Test dell'adeguatezza: per il servizio di consulenza e gestione di portafoglio	✓	✓	No obbligo
Test dell'appropriatezza: per tutti gli altri servizi di investimento, a eccezione dell'execution only in determinate circostanze	✓	✓	No obbligo
Reporting sulle operazioni: comunicazione al cliente dell'esecuzione dei servizi di investimento (esecuzione degli ordini, gestione di portafoglio, passività potenziali ecc.)	✓	✓	✓
Best execution: assicurare il miglior risultato possibile per il cliente	✓	✓	No obbligo
Gestione degli ordini: procedure che assicurino un'esecuzione rapida, equa ed efficiente degli ordini, inclusi quelli con limite di prezzo	✓	✓	Solo se agisce come broker
Informazione al cliente (art. 19): tutte le informazioni, comprese le comunicazioni di marketing, indirizzate ai clienti devono essere corrette, chiare e non fuorvianti	✓	Solo se richiesto	Solo se richiesto

Fonte: "Guida MiFID I" (inserto de Il Sole 24 ore), Sabbatini, 2008

1.3.2. La direttiva 2014/65/UE - MiFID II

Ulteriori modifiche e migliorie alla disciplina in materia di intermediazione finanziaria sono in atto in questi ultimi anni. La Commissione Europea, con lo

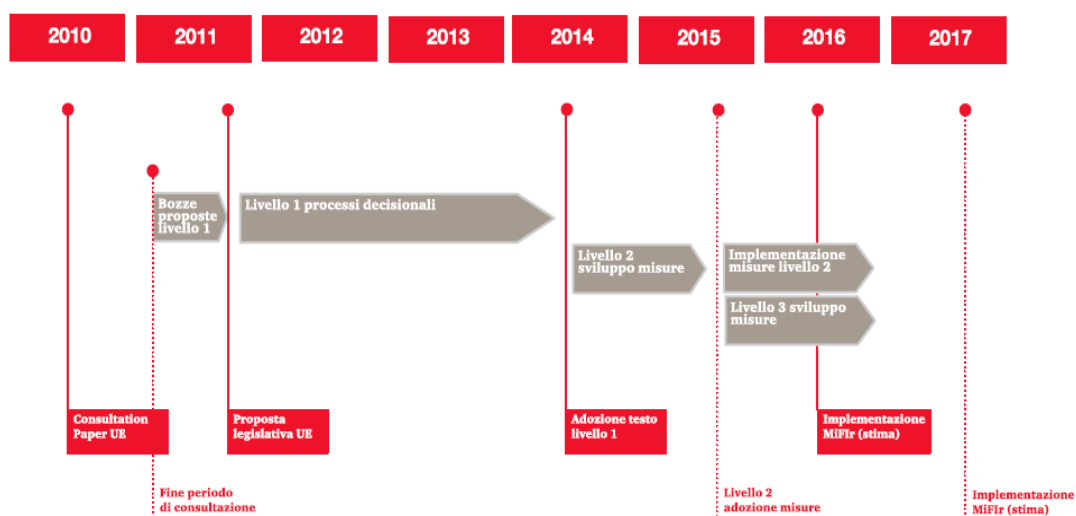
²⁴ Guffanti Pesenti L., *Corte europea di giustizia*, Europa e diritto privato, 2011

scopo di revisionare la direttiva MiFID I, ha presentato verso la fine del 2011 la proposta di adozione di una nuova direttiva, la n. 2014/65/UE, conosciuta anche come MiFID II, pubblicata nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea nel giugno del 2014.

Con l'emanazione della MiFID II, la direttiva 2004/39/CE (MiFID I) viene sostituita in parte dalla direttiva in esame e in parte dal nuovo regolamento europeo n. 600 del 2014, il cosiddetto MiFIR o Markets in Financial Instruments Regulation, regolamento sulla negoziazione di strumenti finanziari.

Nella tabella qui sotto vengono riportate le principali tappe della nuova normativa, con le tempistiche di rilascio sulla base del processo autorizzativo.

Figura 1.6: Le tappe della direttiva MiFid II



Fonte: Gli impatti della MiFID II nell'asset management: una prospettiva, 2014

I cambiamenti di cui si fa portatrice la MiFID II, mirano ad adeguare l'ordinamento degli stati membri europei ad un mercato finanziario in continua evoluzione e con sempre maggiori complessità, ampliandolo fino ad includere

nella disciplina anche settori che, fino a questo momento, non erano ancora stati regolamentati.

Tra le novità in materia di consulenza sugli investimenti, si nota come l'articolo 4 della nuova direttiva, propone una definizione del consulente finanziario che poco si discosta da quella attualmente in vigore nel nostro ordinamento (inserita dalla normativa MiFID I): "Per consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede s'intende la persona fisica iscritta nell'apposita sezione dell'albo previsto dall'art. 31, comma 4, del presente decreto che, in qualità di agente collegato, esercita professionalmente l'offerta fuori sede come dipendente, agente o mandatario"²⁵.

L'ambito di applicazione della MiFID II non si estende alle persone (qui la normativa ingloba sia le persone fisiche che le persone giuridiche) che prestano l'attività di consulenza solo occasionalmente e nell'ambito della propria attività professionale, a condizione, però, che tale mansione professionale sia disciplinata dall'ordinamento e che preveda la possibilità dell'esercizio occasionale della consulenza finanziaria.

I consulenti sono tenuti a rispettare determinate regole, sia in riferimento alla fase precontrattuale, sia in contrattuale, essi devono infatti stipulare con il cliente un contratto in cui sono specificati i soggetti contraenti con i relativi diritti ed obblighi, la natura ed i costi relativi alla prestazione del servizio di consulenza prestato, i tipi di strumenti finanziari che possono essere oggetto di operazioni di investimento o di disinvestimento, come pure i tipi di operazioni che possono essere disposte o meno in nome e per conto del cliente. Inoltre, non è consentito accettare commissioni o altri benefici monetari o non monetari, pagati da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi, in relazione alla prestazione del servizio di consulenza alla clientela. È prevista solamente la possibilità, da parte del consulente, di ricevere benefici non monetari di entità minima, a patto che siano comunicati in maniera preventiva

²⁵ Articolo 1, comma 5-septies.3, Testo Unico della Finanza (TUF)

al cliente e che non mettano a rischio il rispetto da parte dei consulenti del dovere di agire nell'interesse dei clienti, al fine di portare un miglioramento della qualità del servizio offerto²⁶.

Inoltre, il consulente è tenuto alla trasparenza completa nel fornire al cliente comunicazioni periodiche, sempre tenuto conto della tipologia e della complessità degli asset finanziari proposti e della relativa natura del servizio prestato, compresi i costi delle operazioni e dei servizi prestati per suo conto²⁷.

Con l'articolo 25, la MiFID II richiede ai governi della comunità europea, di prescrivere alle società di investimento di essere pronte a dimostrare alle Autorità di vigilanza competenti degli stati membri, qualora queste ne facciano richiesta, che le persone fisiche che prestano servizi di consulenza, per conto della suddetta impresa, 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"²⁸.

Importante è l'articolo 9, che concettualmente rimanda all'ESMA (European Securities and Markets Authority)²⁹, che precisa le linee guida per la valutazione delle competenze e delle conoscenze richieste a questi soggetti, a cui i vari paesi, facenti parte della comunità europea, dovranno conformarsi. Riguardo il principio dell'adeguatezza, la MiFID II rispetto alla MiFID I, pone una maggiore attenzione riguardo agli elementi legati alla tolleranza al rischio e alla capacità dell'investitore di sostenere eventuali perdite.

Fondamentale è, pertanto, la considerazione del principio di adeguatezza da parte del consulente, nella sua proposta di strumenti finanziari che devono prendere in considerazione il profilo di rischio del cliente, al quale vanno

²⁶ Articolo 24-bis, Testo Unico della Finanza (TUF)

²⁷ Consob, *Relazione per l'anno 2015*, Roma, 31 marzo 2016

²⁸ Articolo 25, comma 1, Direttiva 2014/65/UE, del 15 maggio 2014

²⁹ Autorità indipendente dall'Ue, con sede a Parigi, creata nel 2011, il cui obiettivo è migliorare la protezione degli investitori e promuovere mercati finanziari stabili ed ordinati attraverso la vigilanza dei mercati mobiliari e dei titoli in essi trattati. È una delle tre autorità che si occupa del coordinamento della vigilanza dei mercati finanziari

consigliati solamente quelle tipologie di asset che risultino adeguate in funzione alla sua tolleranza al rischio e alla sua capacità di sostenere eventuali perdite di portafoglio.

1.4. Banche tradizionali, banche virtuali e finanza alternativa

Nel Testo Unico Bancario (TUB)³⁰ si può leggere la seguente definizione: “La raccolta di risparmio tra il pubblico e l’esercizio del credito costituiscono l’attività bancaria. Essa ha carattere d’impresa. L’esercizio dell’attività bancaria è riservato alle banche. Le banche esercitano, oltre all’attività bancaria, ogni altra attività finanziaria, secondo la disciplina propria di ciascuna, nonché attività connesse o strumentali. Sono salve le riserve di attività previste dalla legge”³¹.

Le istituzioni bancarie tradizionali svolgono un’attività di intermediazione creditizia e diverse altre funzioni come la custodia di titoli, le cassette di sicurezza, l’intermediazione mobiliare e la consulenza alle imprese.

Recentemente si è assistito alla nascita delle cosiddette banche online, in contrapposizione alle banche classiche, rendendo necessario effettuare una distinzione tra la tipologia di nuova istituzione e quella tradizionale, al fine di comprendere meglio il funzionamento del sistema bancario oggi.

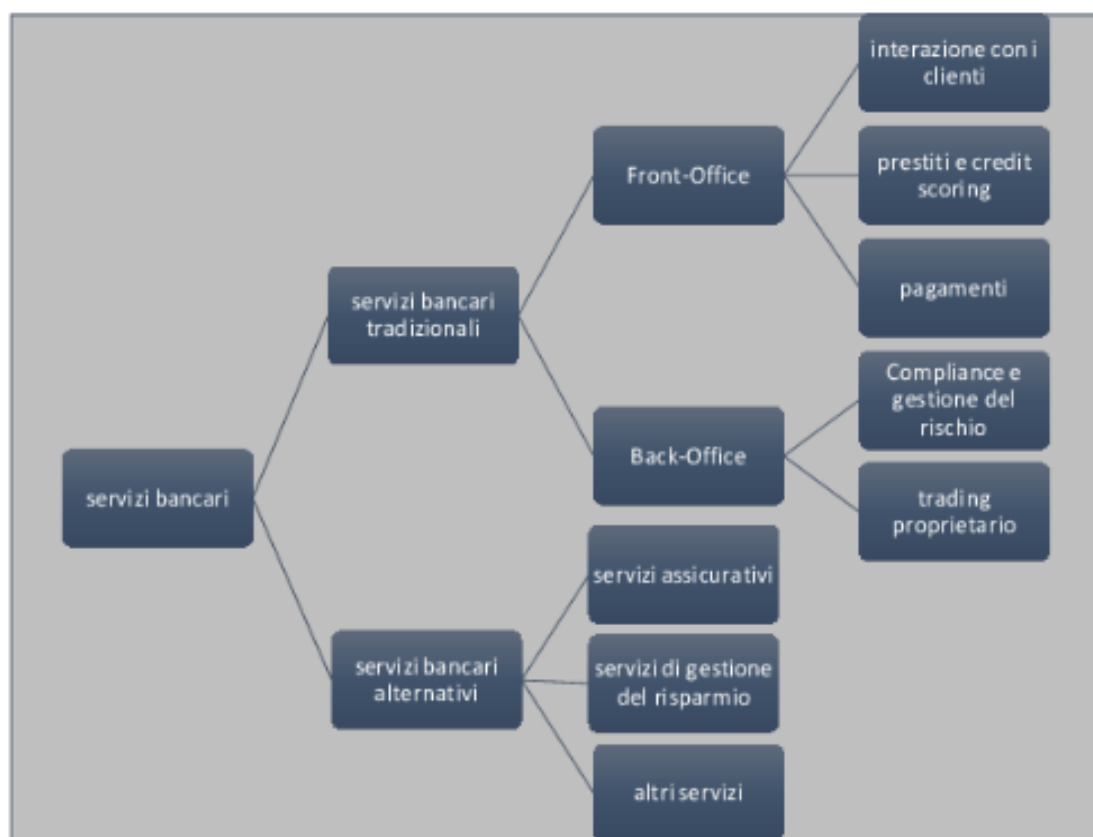
Le banche tradizionali si contraddistinguono principalmente per l’imponente componente fisica, le agenzie e gli sportelli bancari, dove i clienti possono recarsi per usufruire dei vari servizi offerti.

³⁰ Decreto legislativo n. 385 del 1 settembre 1993, entrato in vigore il 1 gennaio 1994, meglio noto come Testo Unico Bancario (TUB), disciplina l’attività delle banche e della vigilanza su di essa, raccoglie tutte le norme relative al settore del credito.

³¹ Articolo 10, Testo Unico Bancario (TUB)

Il loro modello di riferimento è basato essenzialmente sull'offerta di servizi di alto livello mediante la copertura capillare del territorio nazionale attraverso una rete di filiali, caratterizzate da un elevato grado di automazione dei processi e d'integrazione verticale; ogni singolo sportello bancario si presenta come un punto di servizio a sé stante, in grado di offrire una modesta gamma di prodotti e servizi.

Figura 1.7: I servizi offerti dalle banche tradizionali e non tradizionali



Fonte: www.corriere.it

La stragrande maggioranza delle banche al giorno d'oggi è digitalizzata, ovvero sfrutta la tecnologia per semplificare l'esperienza del consumatore, la *customer experience*, come viene definita.

Uno dei principali punti di forza della tecnologia utilizzata è la possibilità di usare un'applicazione per smartphone o tablet, per effettuare pagamenti e controllare il saldo dei conti correnti in tempo reale.

Alcune banche, che hanno investito maggiormente sulle proprie applicazioni, rendono addirittura possibile accedere ai propri investimenti ed al trading online da remoto, senza doversi recare personalmente in filiale.

Se si aggiungono i cosiddetti *ATM³² evoluti*, che permettono il versamento di assegni e contanti in aggiunta al semplice prelievo, diventa quasi del tutto superfluo andare in filiale per lo svolgimento delle operazioni quotidiane.

Proprio per questo nuovo tipo di rapporto istaurato tra cliente e banca, sono nate le cosiddette banche interamente virtuali o non tradizionali, dove si assiste ad una vera e propria dematerializzazione delle strutture fisiche, dove vengono cioè a mancare gli sportelli e le agenzie bancarie.

Le banche virtuali si concentrano sulle operazioni che i clienti effettuano giornalmente, rendendole disponibili interamente online, attraverso canali distributivi telematici e strumenti tecnologici informatici: dall'apertura del conto corrente, alla richiesta di carte di credito o di debito, al versamento dello stipendio o per assistenza.

Ne consegue che la catena produttiva, in questo caso, non è più integrata verticalmente all'interno dell'istituto bancario, ma si serve di una serie di elementi e servizi affidati a terzi.

³² Automated Teller Machine (ATM) è uno sportello automatico che può essere utilizzato, da un cliente di una qualsiasi banca, per effettuare alcune operazioni bancarie utilizzando una carta magnetica personale. L'ATM è solitamente utilizzato per prelevare denaro contante, ma esistono anche ATM evoluti che offrono servizi aggiuntivi, come ad esempio il versamento di assegni non trasferibili, contanti o il pagamento di bollette. In Italia la maggior parte degli ATM opera su circuito Bancomat.

Non avendo sedi fisiche, la banca non tradizionale ha ovviamente una struttura e dei costi semplificati e, di conseguenza, offre ai clienti dei costi di gestione minori, a volte quasi praticamente nulli (un esempio lo fornisce la tabella riportata di seguito).

Figura 1.8: Costi dei principali servizi bancari, espressi in dollari americani

Canale	Costo per transazione
Sportello	1.07\$
Telefono	0.54\$
ATM	0.27\$
PC Banking	0.015\$
Internet Banking	0.010\$

Fonte: www.ilmessaggero.it

Uno dei cardini della virtual bank è l'eliminazione della cartamoneta, sostituita dai pagamenti elettronici effettuati tramite bonifici e carte di credito e di debito. Anche la rapidità (le cosiddette *economies of speed*) con cui vengono svolte le singole operazioni e la possibilità di poter consultare la propria posizione patrimoniale e i relativi movimenti in tempo reale, è un aspetto a favore che le contraddistingue.

La banca virtuale, quindi, non emula il modello e la struttura della banca tradizionale ma, utilizzando la tecnologia a sua disposizione in modo completo ed originale, offre servizi nuovi e diversi rispetto al servizio tradizionale, e si pone come concorrente diretta nell'attuale mercato in continua evoluzione.

Un esempio concreto è N26, una delle banche online che ha ottenuto più successo in Europa. Fondata molto recentemente (aprile del 2016), vanta un

numero di clienti a livello mondiale molto elevato nonostante la sua breve vita: in poco più di quattro anni vanta già oltre 3,6 milioni di utenti.

Bisogna considerare, però, che un servizio virtuale permette di offrire un numero limitato di servizi, ad esempio è impossibile offrire delle cassette di sicurezza.

Le banche tradizionali oggi si trovano in una posizione difficile, in un ambiente ultra-competitivo, perché sul mercato, oltre alle banche tradizionali rivali e alle neo banche online, sono presenti una serie di intermediari digitali focalizzati in specifiche operazioni, come ad esempio le piattaforme di *crowdfunding* e quelle *peer to peer (P2P) lending*³³, con cui devono confrontarsi per ottenere una fetta di mercato sufficientemente grande da rendere vantaggiosa la permanenza all'interno del mercato.

Gli intermediari digitali, focalizzati in specifiche operazioni finanziarie, fanno parte della finanza alternativa, la quale permette a coloro che non riescono a finanziarsi avvalendosi dei canali tradizionali, di ottenere dei fondi per le loro iniziative private o anche a scopo benefico.

Questo tipo di piattaforme ostacola quella che è l'attività basilica delle banche tradizionali, in quanto la persona che ha bisogno di risorse economiche, rivolgendosi ad esse trova più soluzioni e quindi maggiori possibilità di ottenerne una economicamente più favorevole.

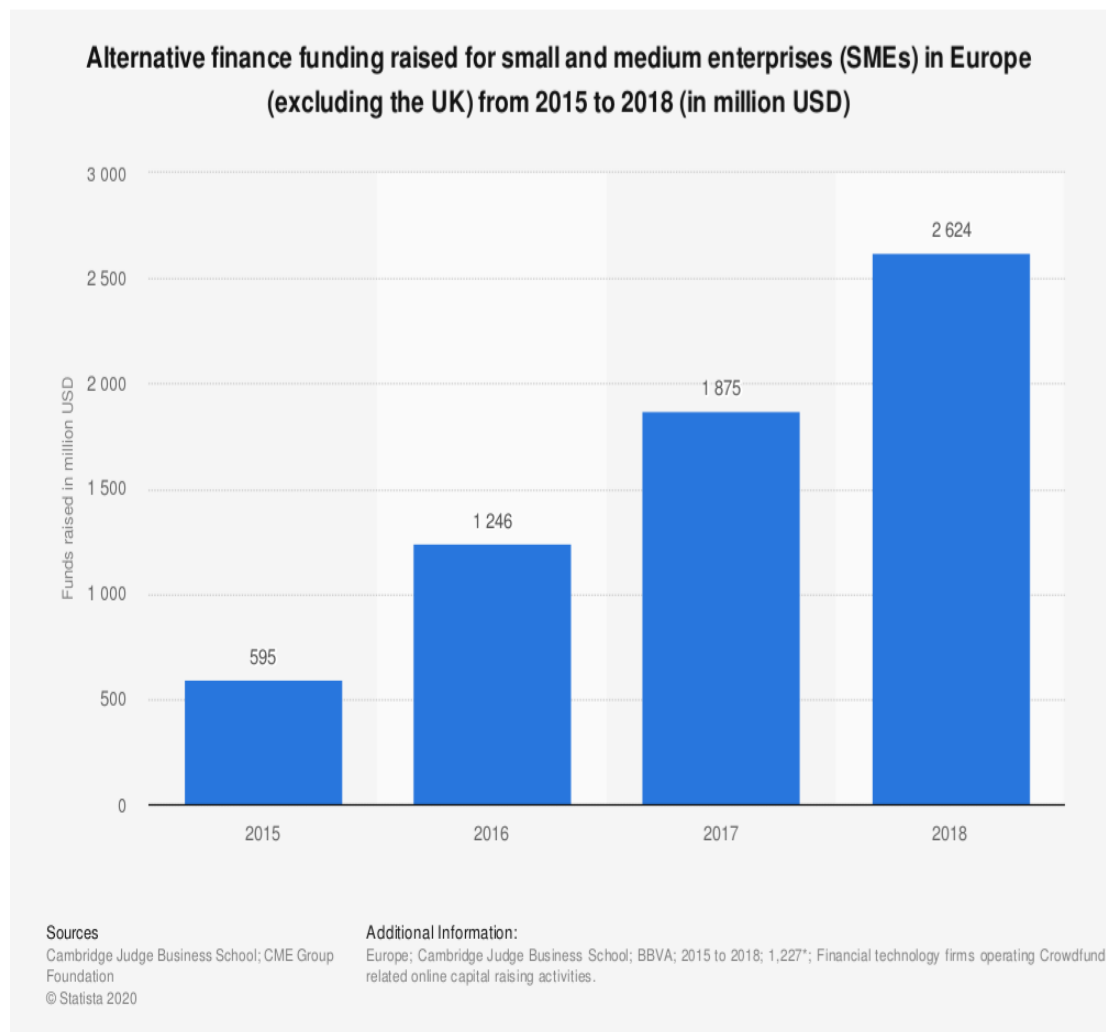
Come dimostrano i dati dell'indagine condotta dalla Cambridge Judge Business School, *Alternative finance funding raised for small and medium enterprises (SMEs) in Europe (excluding the UK) from 2015 to 2018*³⁴, il fatto che vi siano

³³ Le piattaforme di crowdfunding e le piattaforme P2P lending rappresentano fonti di finanziamento alternative al tradizionale prestito bancario per chi ha bisogno, rispettivamente, di liquidità oppure di investimento nel caso possieda fondi in eccesso. I due metodi hanno un funzionamento abbastanza simile, tuttavia il crowdfunding solitamente prevede ricompense in base al contributo versato, mentre il peer to peer lending può essere paragonato ad un vero e proprio prestito tra privati, mediante il web online.

³⁴ Cherowbrier J., *Alternative finance: funding raised for European SMEs 2015-2018*, Cambridge Judge Business School, 2020, p. 38 e seguenti

soluzioni alternative al prestito bancario tradizionale e che possa rivelarsi, in alcuni casi, anche più efficiente e vantaggioso da un punto di vista economico per il cliente in questione, ha permesso un'ampia diffusione della finanza alternativa.

Figura 1.9: L'alternative finance in Europa



Fonte: www.statista.com

Come si può vedere dal grafico qui sopra riportato, dal 2015 al 2016 c'è stato un vero e proprio raddoppio dell'uso dell'*alternative finance* in Europa (da 595

a 1.246 milioni di dollari), per poi passare a tre volte tanto per quanto riguarda l'anno successivo, il 2017, sempre rispetto al 2015 (1.875 milioni di dollari).

Per quanto riguarda l'ultimo anno di analisi di questo studio, il 2018, si osserva un incremento di oltre il 70% rispetto all'anno precedente, pari a 2.624 milioni di dollari americani (se lo si confronta, invece, con l'anno 2015, anno di partenza dell'indagine, risulta una crescita superiore al 400%!).

Questa notevole crescita dell'utilizzo della finanza alternativa rappresenta una minaccia vera e propria per le banche tradizionali che, attaccate da più fronti, vedono messa fortemente in discussione la loro presenza sul mercato.

Un aspetto molto importante a favore delle banche tradizionali è il fattore, puramente psicologico, della sicurezza.

Anche se viviamo in un mondo completamente digitalizzato, le persone cercano una certa sicurezza quando effettuano operazioni sul proprio patrimonio, sia nel caso di semplici depositi, sia, a maggior ragione, nel caso di investimenti in strumenti finanziari, e spesso sono riluttanti verso queste nuove piattaforme o istituzioni interamente virtuali, in quanto non possiedono né una storia come le banche tradizionali, né un luogo fisico dove recarsi personalmente per ottenere determinate garanzie e assicurazioni direttamente da un operatore fisico³⁵.

Il fattore della sicurezza si intreccia pure con il problema, non poco rilevante, dell'assistenza che, ai nostri giorni, è il punto maggiormente critico delle banche virtuali.

Attualmente, per una banca virtuale l'assistenza è garantita attraverso un call center, una chat online oppure un indirizzo di posta elettronica ma, in concreto, nessuna di queste possibili soluzioni sono efficienti quanto un contatto diretto con un operatore, anche perché, il più delle volte, è necessario

³⁵ Mishkin F., Eakins S., Beccalli E., *Istituzioni e mercati finanziari*, Pearson, nona edizione, 2019, p. 11 e seguenti

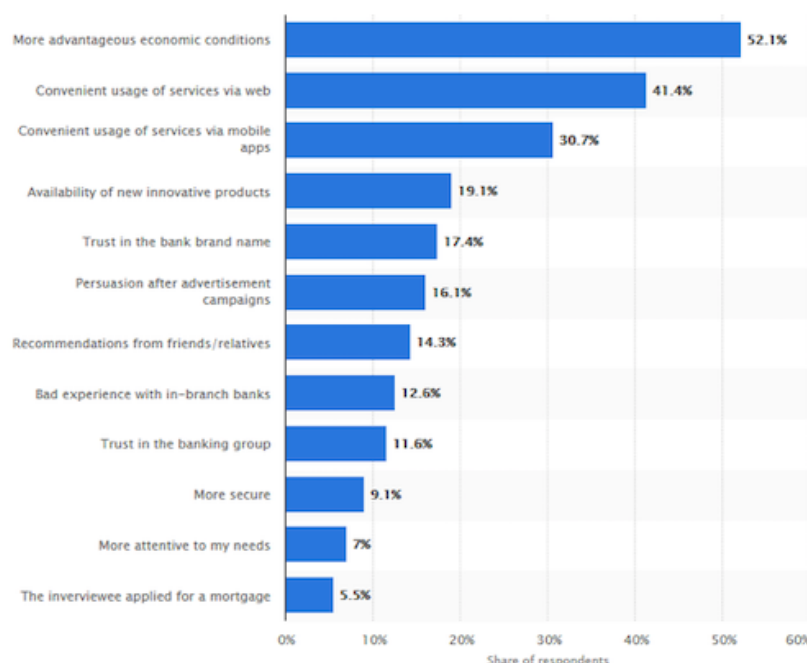
aspettare tempi molto lunghi o contattare più volte l'assistenza per ricevere un responso chiaro e preciso.

L'analisi effettuata da Laura Alix, reporter di American Banker, mette in evidenza come i clienti delle banche virtuali hanno contattato i call center un numero di volte doppio rispetto agli utenti delle banche tradizionali.

Lo studio, inoltre, mostra che poco più del 40% dei clienti delle virtual banks, ha dichiarato di aver atteso per un intervallo di tempo superiore a cinque minuti, prima di poter interagire con un assistente³⁶.

In conclusione, si può affermare che la sicurezza e i servizi di assistenza fisici rappresentano i due punti nodali che le banche tradizionali devono e possono sfruttare al meglio al fine di ottenere un certo vantaggio competitivo sui rivali virtuali e sulle piattaforme digitali, per poter essere concorrenziali e rimanere operativi nel mercato.

Figura 1.10: I motivi di scelta di una banca online



Fonte: Eurostat, Alessandra Moretti, 2019

³⁶ Alix L., *Online-only banks outshine traditional rivals — with one exception*, 2020, p. 15 e seguenti

CAPITOLO 2: IL RUOLO DEL CONSULENTE FINANZIARIO NELLA GESTIONE DEL PORTAFOGLIO

2.1. L'alfabetizzazione finanziaria e la partecipazione al mercato dei capitali

Il risparmiatore non sempre valuta positivamente la possibilità di gestire in modo attivo il proprio patrimonio impiegandolo in asset finanziari, anzi, al contrario, il più delle volte preferisce tenere i propri capitali disinvestiti, trovandosi con molta liquidità.

Le motivazioni che lo spingono a rimanere al di fuori del mercato degli investimenti possono essere molteplici come, ad esempio, avere delle esperienze passate negative, oppure avere una mancanza di fiducia verso il sistema e le sue istituzioni o, semplicemente, perché ha poche, se non nulle, conoscenze in materia.

La decisione di investire una parte del proprio patrimonio, realizzato quasi sempre in seguito ai risparmi e ai sacrifici di una vita lavorativa, è per l'individuo un'operazione molto complicata, perché egli si trova a dover effettuare una scelta su eventi imprevedibili che si verificheranno nel futuro e modificheranno in modo diretto, positivamente o negativamente, il suo patrimonio.

Secondo la letteratura economica, in particolare lo studio svolto da parte di Guiso, Sapienza e Zingales (2008)³⁷, il risparmiatore dovrebbe iniziare con l'acquistare informazioni sui mercati e sui relativi andamenti nel tempo, attività che può risultare complicata per le asimmetrie informative che esistono nei mercati finanziari (presenti lungo l'intera filiera operativa, partendo dagli

³⁷ Guiso L., Sapienza P., Zingales L., *Trusting the Stock Market*, The Journal of Finance, Wiley Online Library, 2008, LXIII (6)

emittenti degli strumenti finanziari, passando per gli intermediari finanziari, bancari e non, fino ad arrivare ai consulenti e agli investitori).

Lo step successivo, che dovrebbe portare a termine il risparmiatore per un corretto investimento, è l'elaborazione delle informazioni dei dati raccolti e la costruzione di un giudizio sugli esiti possibili dell'investimento con le rispettive probabilità.

Tutto questo risulta praticamente impossibile per un individuo che vuole investire in autonomia a causa dei limiti cognitivi che non gli permettono di elaborare correttamente il numero troppo elevato di informazioni esistenti³⁸.

Molto spesso gli errori nelle scelte di investimento derivano proprio da una scarsa alfabetizzazione finanziaria, infatti la letteratura dimostra che gli individui con un basso livello di conoscenza del mercato e dei prodotti finanziari, si espongono ad un rischio più elevato nel prendere decisioni di investimento che si rivelano, per lo più, sbagliate.

Solitamente queste persone sono i giovani, le persone con un basso livello di istruzione e gli anziani³⁹.

Questo tipo di risparmiatori, in particolar modo i giovani, corrono maggiormente il rischio di contrarre un debito più elevato pagando dei tassi di interessi sui prestiti e sui mutui maggiori e, pure, impiegando una fetta del proprio patrimonio in portafogli poco diversificati e, soprattutto, altamente rischiosi con la probabile conseguenza di mettere seriamente a rischio i propri risparmi⁴⁰.

È evidente che la mancanza di un'adeguata educazione finanziaria porti i risparmiatori a fare delle scelte sempre non sempre sagge quando si devono

³⁸ Gardenal G., Rigoni U., *Finanza comportamentale e gestione del risparmio*, Giappichelli, Torino, 2016

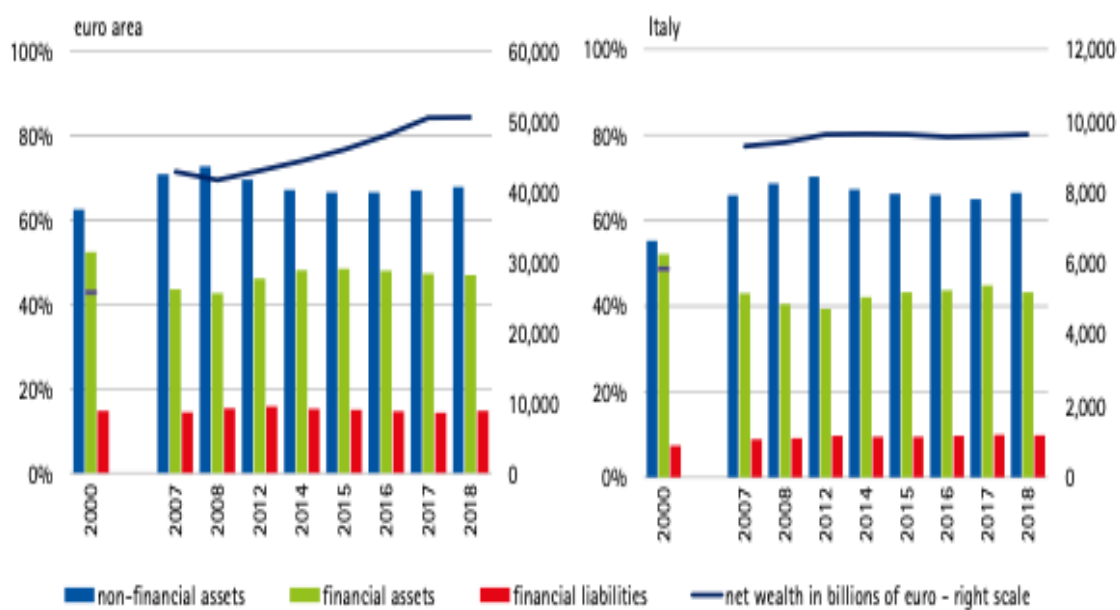
³⁹ Agarwal S., Driscoll J. C., Gabaix X., Laibson D., *The Age of Reason: Financial Decision over the Life Cycle and Implications for Regulation*, Brookings Papers on Economy Activity, 2009, pp.51-117

⁴⁰ Van Rooij M., Lusardi A., Alessie R., *Financial literacy and stock market participation*, Journal of Financial economics, 2011, Vol. 101, pp. 449-472

affrontare decisioni di investimento o quando, al contrario, si decide di non impiegare una parte dei propri risparmi in strumenti finanziari di cui non si comprende il funzionamento, con esiti negativi che, conseguentemente, si riversano anche sull'economia globale di un intero paese⁴¹.

Secondo un recente studio commissionato dalla Banca Mondiale, come precisa nel suo libro *l'economista Cervellati (2017)*⁴², solo il 35% degli italiani mostra un discreto grado di alfabetizzazione finanziaria. L'Italia si trova al 63° posto su 144 paesi considerati, superata da quasi tutti i paesi dell'Unione Europea, dal Camerun, dal Senegal e dal Turkmenistan.

Figura 2.1: Livello di ricchezza netta delle famiglie



Fonte: Relazione 2019, Consob

⁴¹ Calvet L. E., Campbell J. Y., Sodini P., *Down or out: Assessing the welfare costs of household investment mistake*, Journal of Political Economy, 2007, Vol. 115, N. 5

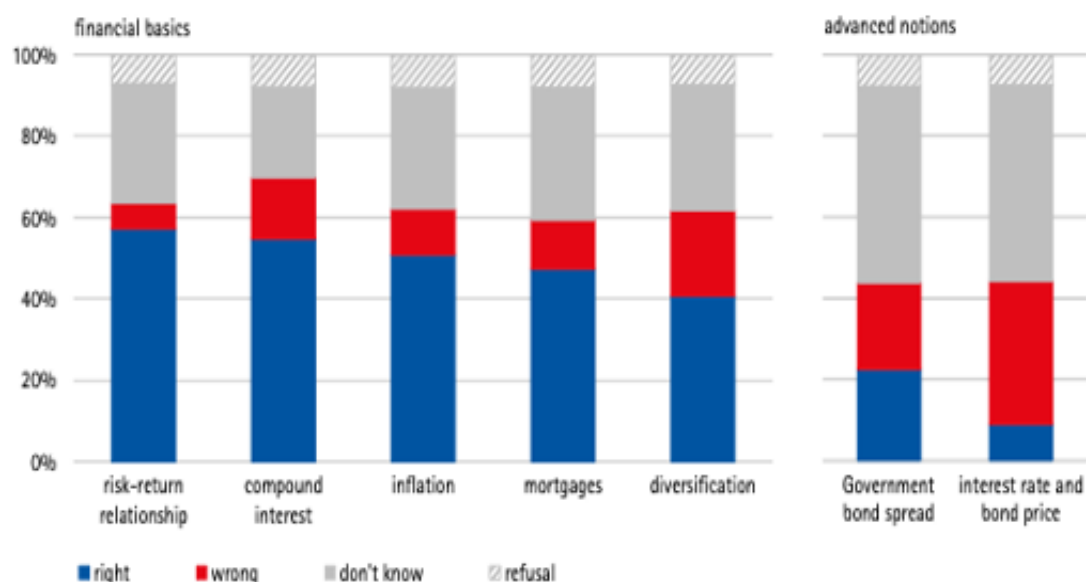
⁴² Cervellati E. M., Pattono A., *Investire con testa e cuore – Come conciliare ragione e sentimento per decisioni di investimento migliori*, FrancoAngeli s.r.l., Milano, 2017

L'Italia è uno dei paesi con la maggior ricchezza netta delle famiglie (circa 8.650 miliardi di euro secondo i dati di Banca d'Italia relativi a fine 2019), nessun paese ha tante risorse private da investire e così poche conoscenze per farlo in maniera appropriata.

L'edizione 2019 del rapporto stilato dalla Consob sulle scelte di investimento delle famiglie italiane⁴³ conferma il basso livello di conoscenze finanziarie delle famiglie italiane.

Come si può ben notare dal grafico qui sotto riportato, mediamente soltanto poco più del 35% degli intervistati è in grado di definire, in modo corretto, alcune nozioni finanziarie di base quali, ad esempio, l'inflazione, il rapporto fra rischio e rendimento o la diversificazione; mentre i concetti più sofisticati relativi alle caratteristiche dei prodotti finanziari più diffusi, registrano percentuali di risposte corrette inferiori.

Figura 2.2: Livello di alfabetizzazione finanziaria



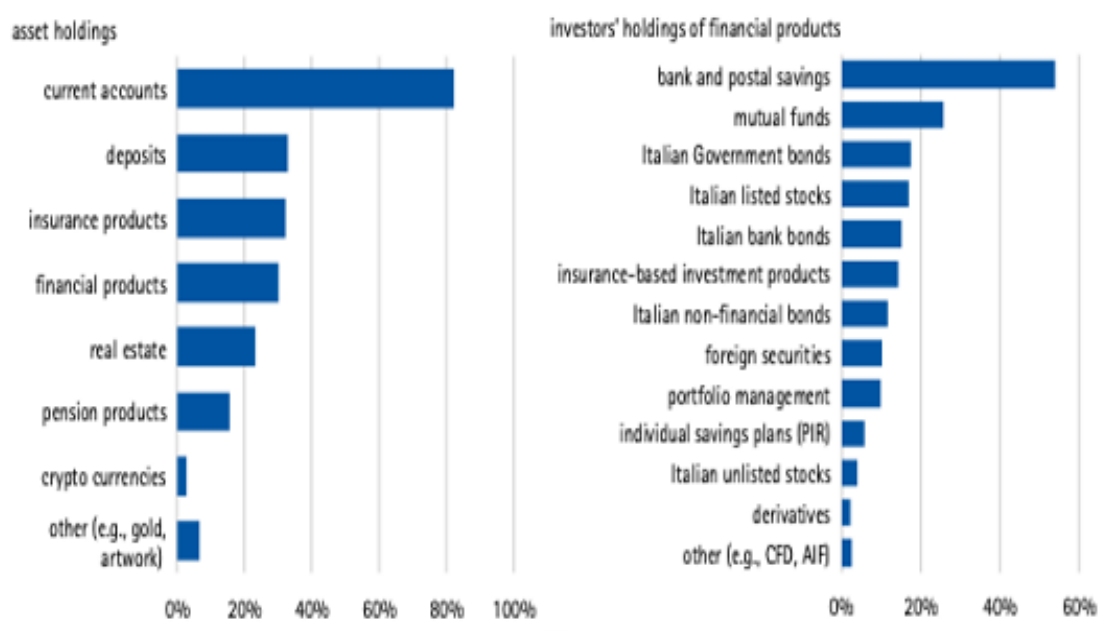
Fonte: Relazione 2019, Consob

⁴³ Relazione 2019, Consob

Più del 20% degli intervistati dichiara di non avere familiarità con alcun strumento finanziario, mentre il restante 80% indica tra gli investimenti effettuati, o di cui ha conoscenza, i titoli di Stato e le obbligazioni bancarie, rispettivamente il 42% e il 30%.

Ne deriva che circa il 55% degli investitori detiene i propri risparmi nei libretti postali o bancari, come si evince dal grafico riportato di seguito.

Figura 2.3: Investimenti delle famiglie italiane



Fonte: Relazione 2019, Consob

Nel 2017 in Asia è stato svolto uno studio da economisti cinesi e taiwanesi, sugli effetti dell'alfabetizzazione finanziaria sugli individui, compresi i consulenti finanziari, sulle fonti di informazione e sulla scelta di sottoscrivere un'assicurazione sulla vita.

I risultati empirici evidenziano che gli individui con un'elevata educazione finanziaria hanno una maggiore probabilità di acquistare assicurazioni sulla

vita. Sono, inoltre, entrambi associati positivamente alla domanda di assicurazioni sulla vita i confronti e le consultazioni con i consulenti finanziari e con i familiari e gli amici.

Un altro importante risultato, messo in luce dallo studio, mostra che anche le caratteristiche dei partecipanti, quali l'età, il sesso, lo stato civile, la condizione lavorativa e il reddito personale, rappresentano fattori importanti che influenzano indirettamente la domanda di assicurazioni sulla vita umana⁴⁴.

La scarsa cultura finanziaria rappresenta un problema serio sia per le imprese, che fanno fatica ad accedere al risparmio delle famiglie, sia soprattutto per le famiglie stesse.

Le generazioni nate fra il 1950 e 1965, i cosiddetti baby boomer, sono prossime al pensionamento e parte di esse si accorgono, ormai troppo tardi, di non avere risorse sufficienti per affrontare la situazione attuale, costituita da una riduzione delle coperture pensionistiche pubbliche, da un aumento della longevità e da una precaria occupazione dei figli.

Queste generazioni, come quelle precedenti, hanno tuttavia risparmiato: negli anni '70 il tasso di risparmio sul PIL si aggirava attorno al 20 -25%.

Questo significa che le famiglie hanno risparmiato ma non hanno investito nel mercato finanziario: le risorse non consumate si sono trasformate in immobili, liquidità e titoli di Stato a breve termine, nell'ultimo periodo anche in obbligazioni bancarie, tutti strumenti poco appropriati per raggiungere gli obiettivi di lungo o lunghissimo termine di una famiglia.

Come ripete spesso Warren Buffet⁴⁵ "investire è semplice, ma non facile".

Investire è molto più che risparmiare, infatti chi risparmia si astiene da un'azione, mentre chi investe compie un'azione.

⁴⁴ Lin C., Hsiao Y. J., Yeh C. Y., *Financial literacy, financial advisors, and information sources on demand for life insurance*, Pacific-Basin Finance Journal, 2017, Vol. 43, pp. 218-237

⁴⁵ Warren Buffet (1930), imprenditore ed economista americano, è considerato il miglior investitore della storia contemporanea.

Investire significa scegliere titoli o strumenti e detenerli anche per un periodo di tempo molto lungo, possibilmente reinvestendo le cedole e i dividendi percepiti.

“Investire significa far lavorare il denaro, metterlo continuamente a servizio dei nostri obiettivi: mentre lavoriamo o ci riposiamo. [...] I nostri investimenti non dipendono dagli andamenti e dalle oscillazioni del mercato, ma dai nostri comportamenti. Se tali comportamenti sono correttamente orientati, ogni momento di flessione, di rallentamento o meglio ancora di crisi può rappresentare l’occasione per far crescere le nostre ricchezze”⁴⁶.

Investire una parte del proprio patrimonio può essere in qualche modo una scelta rischiosa, ma chi non investe ha già perso, principalmente per due motivi.

La prima ragione è dovuta all’inflazione, che rappresenta semplicemente la perdita di valore del denaro nel tempo, per la precisione la perdita del potere d’acquisto.

Dal 1950 al 2000 l’inflazione è stata mediamente del 5,7% annuo, mentre dal 2000 ad oggi è scesa drasticamente e si attesta al 1,6% annuo.

L’inflazione è una costante della storia economica, emerge in tutte le fasi di crescita ed in molte fasi di crisi. L’inflazione piace ai governi perché pagano interessi reali sul debito pubblico, piace a chi possiede un contratto di mutuo (specialmente se a tasso fisso); gli unici che ci rimettono sono i risparmiatori che vedono via via eroso il valore dei propri risparmi.

La seconda motivazione è per il mancato guadagno, perché per far crescere il proprio denaro, nel lungo periodo, è sufficiente investire i propri soldi. Il tempo e l’interesse composto fanno il resto: “Alcune persone aspettano il momento

⁴⁶ Graham B., Buffet W., *L’investitore intelligente*, Hoepli Milano, 1973 (versione aggiornata con nuovi commenti di Jason Zweig, 2003).

giusto per investire. Se qualcuno vi chiede qual è il momento giusto per investire, la risposta è semplice: oggi!”⁴⁷.

Gli intermediari (reti bancarie e consulenti finanziari) hanno una presenza capillare e sono oggetto di continui investimenti in formazione.

Su Internet e in libreria si possono trovare diversi manuali che provano a spiegare il significato delle parole del gergo finanziario, delle minuzie tecniche e propongono pure alcune soluzioni per investire di importanti guru finanziari.

Non sono queste però le competenze richieste dai risparmiatori, gli italiani affermano, in particolare, di sentire la mancanza delle “regole del gioco” e degli “atteggiamenti” appropriati verso l’investimento.

Anche l’ipotesi che ogni partecipante al mercato azionario sia mosso dal solo desiderio di massimizzare il profitto traballa davanti all’evidenza della psicologia e della finanza comportamentale.

È stato dimostrato come l’investitore mosso da un ampio numero di obiettivi sia tutt’altro che freddo e razionale.

Emozioni a parte, il suo stesso modo di ragionare e prendere decisioni è sottoposto a distorsioni ed errori cognitivi che lo portano sistematicamente, e non occasionalmente, a trarre dai suoi risparmi rendimenti inferiori.

Qui entra in gioco il consulente finanziario, che ha un grande ruolo da comprimario.

Il financial advisor può essere definito come una guida per il risparmiatore nel processo di investimento in quanto, grazie alla sua esperienza e alla sua conoscenza dei mercati e degli strumenti finanziari, può indirizzare il cliente verso investimenti migliori e adeguati rispetto alle sue aspettative di rischio/rendimento, aiutandolo così a superare gli errori cognitivi che avrebbe potuto compiere.

⁴⁷ Cervellati E. M., Pattono A., *Investire con testa e cuore – Come conciliare ragione e sentimento per decisioni di investimento migliori*, FrancoAngeli s.r.l., Milano, 2017

Il consulente deve riuscire ad instaurare un valido rapporto di fiducia con il cliente, affinché il risparmiatore si senta più sicuro e riesca a superare l'iniziale ed erronea diffidenza verso il sistema finanziario e le sue istituzioni, motivo che, spesso, blocca la scelta di investire una parte, più o meno ampia, del suo patrimonio.

Con un buon rapporto di fiducia, quindi, il consulente riesce a far diminuire anche l'avversione al rischio del risparmiatore, facendo sì che egli inserisca nel suo proprio portafoglio delle attività con un grado più elevato di rischiosità ma sicuramente più profittevoli, rendendo il cliente più propenso, il più delle volte, ad impiegare una parte maggiore di capitale nei suoi investimenti.

2.2. La scelta del financial advisor: letteratura finanziaria e studi scientifici

La consulenza finanziaria porta al risparmiatore molti benefici, rappresenta un aiuto a superare i pregiudizi verso il sistema finanziario e a prevenire gli errori che egli potrebbe compiere lungo il processo di investimento ma, allo stesso tempo, presenta alcune criticità.

Infatti, secondo alcuni studi e articoli scientifici, l'advisor dà la possibilità al cliente di conseguire dei rendimenti maggiori rispetto a quelli che lo stesso otterrebbe autonomamente, ma che risultano comunque sotto performanti rispetto a quelli che potrebbe ottenere un ideale investitore autonomo, completamente razionale e in assenza di errori cognitivi.

Studi scientifici dimostrano che, mediamente, un portafoglio gestito da un consulente rende meno di uno gestito autonomamente da un ideale risparmiatore, completamente razionale, di circa lo 0,90%⁴⁸.

Questo accade perché i rendimenti che derivano da un portafoglio gestito da un consulente vengono diminuiti principalmente da due componenti, ossia le commissioni (le cosiddette *fees*) che il consulente trattiene per il servizio di consulenza svolto, e i possibili conflitti di interesse dell'advisor che non sempre propone strumenti finanziari del tutto adatti ed ottimali per il cliente in questione⁴⁹.

Esistono studi che propongono degli approcci, alternativi alla consulenza, per aiutare i risparmiatori a rendere più efficiente la gestione del patrimonio.

Un esempio potrebbe essere l'aumento di programmi radiotelevisivi educativi in materia di investimenti, per cercare di migliorare il livello di alfabetizzazione finanziaria degli individui. Questo porterebbe, inoltre, ad una capacità migliore di impiego dei capitali dei risparmiatori stessi nell'arco della loro vita⁵⁰.

Fra tutte le alternative possibili nella gestione del proprio patrimonio, la soluzione migliore rimane, comunque, quella di affidare il portafoglio ad un financial advisor, poiché quest'ultimo non solo offre ai clienti una prospettiva di avere dei rendimenti maggiori, ma anche altri benefici, quali la tranquillità, l'affidabilità e l'esperienza in questo settore complicato e del tutto imprevedibile⁵¹.

Anche Dimitris Georgarakos, economista greco, e Roman Inderst, economista tedesco, in un loro studio condotto nel 2011, affermano che le persone con

⁴⁸ Chalmers J., Reuter J., *How do retirees value life annuities? Evidence from public employees*, The Review of Financial Studies, 2012, Vol. 25 (8), pp. 2601-2634

⁴⁹ Hacketal A., Haliassos M., Jappelli T., *Financial advisors: A case of babysitters?*, Journal of Banking and Finance, 2012, 36 (2), pp. 509-524

⁵⁰ Xu L., Zia B., *Financial literacy around the world: an overview of the evidence with practical suggestions for the way ward*, World Bank Policy Research Working Paper, 2012, No. 6107, pp. 1-58

⁵¹ Gennaioli N., Shleifer A., Vishny R. W., *Money Doctors*, The Journal of Finance, 2015, LXX, pp. 1-40

poca dimestichezza dei mercati finanziari, indecise se impiegare una parte del proprio patrimonio per effettuare investimenti o tenere liquidità, ricercano quasi sempre, per la mancanza di fiducia verso le istituzioni finanziarie, il consiglio di un financial advisor⁵².

Per verificare la validità della loro tesi, i due autori propongono, per quindici diversi paesi europei, un sondaggio ad un campione di famiglie.

I risultati ottenuti, avvalorano completamente la loro tesi di partenza, ossia che la fiducia nella consulenza finanziaria sia la chiave di volta per incentivare i risparmiatori, con una ridotta conoscenza finanziaria, a diventare parte attiva nel mercato finanziario globale.

Gli individui invece, dotati di un'esperienza maggiore e con un più alto livello di alfabetizzazione finanziaria, hanno un minor bisogno di affidarsi ad un professionista, in quanto riescono a comprendere in autonomia i vari asset finanziari presenti nel mercato ed i relativi meccanismi di funzionamento.

Infatti, la loro volontà di detenere degli strumenti più o meno rischiosi dipenderà, oltre che dalla loro tolleranza al rischio, anche da quanto verranno tutelati i loro diritti di consumatori all'interno del mercato finanziario⁵³.

La letteratura di genere rivela delle significative differenze riguardo al modo in cui gli uomini e le donne investono all'interno del mercato finanziario.

In un mondo che, in precedenza, era prevalentemente maschile, ora le donne che si affacciano nel settore finanziario sono sempre più in aumento e, conseguentemente a questo, i consulenti finanziari dovrebbero modificare e adattare i processi di consulenza per soddisfare le loro preferenze e raggiungere un livello ideale di efficienza⁵⁴.

⁵² Georgarakos D., Inderst R., *Financial advice and stock market participation*, European Central Bank Working Paper, 2011, (No. 1296, Conference on Household Finance and Consumption)

⁵³ Georgarakos D., Inderst R., *Financial advice and stock market participation*, European Central Bank Working Paper, 2011, No. 6107, pp. 1-58

⁵⁴ Stendardi E. J., Graham J. F., O'Reilly M., *The impact of gender on the personal financial advisors tailor their process: Should financial advisors tailor their process to the gender of the client?*, Humanomics, 2006, Vol. 22 (4)

Un altro aspetto del rapporto di fiducia tra investitore e consulente è stato approfondito dall'italiano Nicola Gennaioli insieme al russo-americano Andrei Shleifer e all'americano Robert Ward Vishny, tutti e tre economisti, in una loro indagine recente del 2015⁵⁵.

A differenza del precedente studio del 2011 di Georgarakos e Inderst, qui il risparmiatore non viene descritto come un individuo che teme di subire imbrogli investendo il proprio capitale in strumenti finanziari (in questo caso l'advisor non rappresenta più il mezzo per avvicinare al mercato degli investimenti l'individuo poco fiducioso nel sistema), al contrario, avendo già intenzione di utilizzare il proprio capitale in materia di investimenti, egli si affida ad un professionista allo scopo di ottenere un più elevato guadagno, cercando di ridurre il rischio e, quindi, l'incognita di scegliere una soluzione non adatta alle proprie possibilità ed aspettative, eliminando, di conseguenza, tutte quelle preoccupazioni che derivano da una gestione autonoma del proprio portafoglio: "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"⁵⁶.

I tre economisti sono concordi nell'affermare che per questi individui il servizio di consulenza finanziaria sia un servizio simile alla medicina.

Non conoscendo quali siano le cure più appropriate per i propri acciacchi e malattie, i pazienti si rivolgono ad un medico per avere il consiglio giusto, così come i risparmiatori si affidano ad un professionista del settore, poiché non sanno come e dove investire il capitale di cui dispongono.

Così i consulenti "curano" il denaro dei risparmiatori nel processo di investimento, proprio come i medici guidano i pazienti verso la cura più adatta alla loro patologia.

⁵⁵ Gennaioli N., Shleifer A., Vishny R. W., *Money Doctors*, The Journal of Finance, 2015, LXX, pp. 1-40

⁵⁶ Gennaioli N., Shleifer A., Vishny R. W., *Money Doctors*, The Journal of Finance, 2015, LXX, pp. 1-40

I pazienti ascoltano e seguono i consigli del dottore perché si fidano di lui e, una volta instaurato questo rapporto diretto e duraturo di fiducia, preferiscono rivolgersi sempre allo stesso medico invece che ad un altro, nonostante vi possa essere uno specialista maggiormente esperto.

Quindi, similmente, quando si crea un rapporto di completa fiducia, il risparmiatore preferisce essere seguito per i suoi investimenti soltanto dal consulente finanziario di cui ha piena fiducia, anche se, in cambio, l'advisor richiede il pagamento di determinate fees, di commissioni, per poter fruire dei suoi consigli e servizi.

Come precisato ad inizio paragrafo, è importante ricordare che i rendimenti dei patrimoni gestiti da consulenti finanziari sono meno efficienti rispetto a quelli gestiti in autonomia, ipoteticamente in maniera del tutto razionale, per via delle commissioni che il risparmiatore corrisponde per il servizio di consulenza, ma sono comunque maggiormente performanti nel caso in cui il risparmiatore compia errori cognitivi e non si comporti del tutto razionalmente.

I clienti sono in ogni modo favorevoli a corrispondere delle fees all'advisor in cambio di una più elevata serenità nella gestione del proprio portafoglio.

L'economista americana Tiffany Barnett White, in una sua ricerca dei primi anni del duemila, indaga sulle determinanti che influenzano il risparmiatore nell'accettazione di un consiglio da parte di un professionista su eventi con "un'alta posta in gioco"⁵⁷, investimenti incerti e di una certa importanza per l'individuo.

Dallo studio emerge che i risparmiatori si affidano al consiglio ricevuto dal professionista principalmente sulla base di criteri emotivi (e non criteri razionali) quando la decisione è maggiormente difficoltosa da un punto di vista emozionale, cioè per tutte quelle decisioni che richiedono una scelta, tra due o più possibili alternative, piuttosto rischiosa.

⁵⁷ White T. B., *Consumer trust and advice acceptance: The Moderating roles of benevolence, expertise, and negative emotions*, Journal of Consumer Psychology, 2005, Vol. 15 (2), pp. 141-148

L'autrice afferma che per instaurare un rapporto di fiducia tra il consulente ed il cliente, l'advisor deve far capire al risparmiatore che la sua situazione è molto importante per lui e i suoi consigli mirano a trovare le soluzioni più adatte alle sue necessità e possibilità, in assenza di conflitti di interesse "in modo da massimizzare la sua benevolenza"⁵⁸.

Nel corso del sondaggio l'economista americana ha rilevato che un individuo predilige dare credito ai suggerimenti di un financial advisor che abbia a cuore i suoi risparmi e la sua situazione, che sia gentile e sempre disponibile nei suoi confronti, rispetto ad un professionista che abbia una maggiore conoscenza e competenza del settore, ma che sia più freddo e distaccato.

Tornando alle scelte più difficoltose, da un punto di vista emotivo esse hanno una particolare caratteristica, quando effettuate in assenza di un consulente, che le contraddistingue da tutte le altre decisioni, in quanto inducono il desiderio di minimizzare maggiormente le "negative emotions"⁵⁹, le cosiddette emozioni negative, attuali e future, che derivano dall'effettuazione della scelta, anche a scapito di un eventuale possibilità di maggior guadagno e di una decisione più corretta e scrupolosa.

L'individuo, infatti, sceglie il parere di un professionista disponibile e benevolo nei suoi confronti proprio per evitare le *negative emotions*, mentre per effettuare delle scelte a ridotto contenuto emotivo, spesso può essere accettato il consiglio di un consulente con una maggiore esperienza sul campo a discapito di un rapporto di fiducia con un altro professionista.

Uno studio economico molto recente, del 2020, svolto da tre economisti svedesi, Kent Eriksson, Cecilia Hermansson e Sara Jonsson⁶⁰, mette in relazione

⁵⁸ White T. B., *Consumer trust and advice acceptance: The Moderating roles of benevolence, expertise, and negative emotions*, Journal of Consumer Psychology, 2005, Vol. 15 (2), pp. 141-148

⁵⁹ Drolet A., Luce M. F., *The rationalizing effects of cognitive load on emotion-based trade off avoidance*, Journal of Consumer Research, 2004, Vol. 31 (2), pp. 63-77

⁶⁰ Eriksson K., Hermansson C., Jonsson S., *The performance generating limitations of the relationship-banking model in the digital era-effects of customers' trust satisfaction, and loyalty on client-level performance*, International Journal of Bank Marketing, 2020, Vol. 38 (4)

dati di indagini soggettive e dati di prestazioni oggettive, consentendo di indagare in che maniera il modello di relazione con il cliente influenzi le prestazioni effettuate.

Questo studio indaga le differenze nella tolleranza al rischio e nell'alfabetizzazione finanziaria degli individui e mostra gli effetti della soddisfazione, della lealtà e della fiducia dei clienti verso i consulenti bancari, a livello di performance del cliente.

I risultati del test, effettuato su un campione significativo di 13.525 clienti bancari analizzati tramite un modello di regressione lineare (regressione OLS), mostrano che la fiducia ha un effetto direttamente positivo sui guadagni a livello del cliente, mentre l'assenza di fiducia e soddisfazione nei confronti del professionista portano ad una diminuzione dei ricavi, in quanto i consigli non sono mai del tutto seguiti, con conseguenti inefficienze allocative.

Tuttavia, la soddisfazione, la lealtà e la fiducia nei consulenti finanziari non hanno alcun effetto sui loro eventuali mancati guadagni.

I risultati mostrano, infine, una maggior fiducia verso gli advisors da parte di clienti con un'elevata tolleranza al rischio e un'elevata educazione finanziaria.

2.3. L'ansia da investimento

Il consulente finanziario deve essere in grado di instaurare un rapporto personale, sincero e duraturo con il cliente, allo scopo di farlo sentire al sicuro e protetto quando egli gli affida la completa gestione del proprio patrimonio.

Secondo alcune ricerche svolte recentemente, si può riconoscere l'esistenza di due diverse tipologie di fiducia all'interno del rapporto che si instaura tra il consulente e l'investitore⁶¹.

La prima tipologia riconosciuta è la fiducia che il cliente prova nei confronti dell'advisor per superare la paura di subire furti od espropriazioni da parte del consulente stesso, nel momento in cui si accinge ad investire nel mercato finanziario.

Secondo gli autori citati nel primo paragrafo di questo capitolo, Guiso, Sapienza e Zingales, la fiducia è "la soggettiva probabilità che gli individui assegnano alla possibilità di essere imbrogliati"⁶².

Infatti, se gli individui percepiscono la possibilità di essere truffati quando iniziano ad affacciarsi nel settore finanziario, allora inizieranno a dubitare di qualsiasi informazione che troveranno sul mercato e, piano piano, si allontaneranno per sempre (o sicuramente per un lungo periodo) da questo.

Anche una scarsa educazione finanziaria può portare, con una maggior facilità, alla possibilità di cadere vittima di imbrogli.

Questo fatto è messo in evidenza da alcuni sondaggi ed analisi condotti negli Stati Uniti d'America tra il 2010 e il 2013, i cui risultati evidenziano come gli anziani, specialmente quelli con un'età superiore ai 75 anni d'età, siano le vittime della maggior parte delle truffe economiche, in quanto questa categoria di persone presenta una scarsa esperienza finanziaria e possiede, inoltre, discreti patrimoni da impiegare⁶³.

La seconda tipologia, invece, più complicata da gestire, è la fiducia che permette al risparmiatore di eliminare la cosiddetta *ansia da investimento*, una preoccupazione piuttosto difficile da contenere, derivante da una gestione

⁶¹ Gennaioli N., Shleifer A., Vishny R. W., *Money Doctors*, The Journal of Finance, 2015, LXX, pp. 1-40

⁶² Guiso L., Sapienza P., Zingales L., *Trusting the Stock Market*, The Journal of Finance, Wiley Online Library, 2008, LXIII (6)

⁶³ Lusardi A., Mitchell O. S., Curto V., *Financial literacy and financial sophistication in the older population*, Journal of Pension Economics & Finance, 2014, Vol. 13 (4)

svolta in maniera razionale e tranquilla, nella ricerca di trarre il maggior profitto possibile dal processo di investimento nell'amministrazione del proprio portafoglio.

Il grafico seguente mostra il ciclo completo dell'emotività in relazione al processo di investimento.

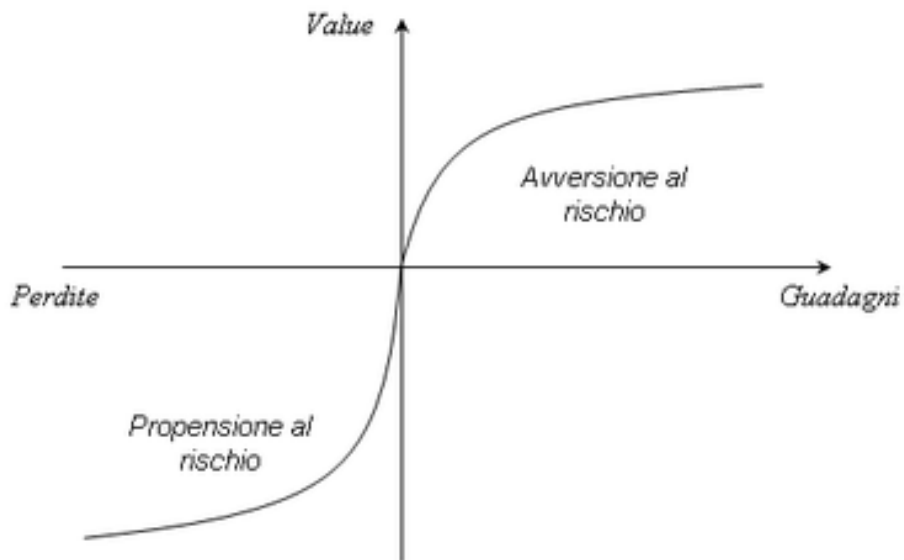
Figura 2.4: Schema del ciclo delle emozioni nelle diverse fasi di mercato



Fonte: Cervellati E. M., Pattono A., Investire con testa e cuore – Come conciliare ragione e sentimento per decisioni di investimento migliori, FrancoAngeli s.r.l., Milano, 2017

Il maggior numero di strumenti finanziari, attualmente disponibili sul mercato, aumenta negli investitori la percezione di rischiosità degli stessi, in particolar modo in quelle persone che non hanno tanta dimestichezza del settore finanziario, hanno un'educazione finanziaria ridotta oppure in chi ha un'alta avversione al rischio.

Figura 2.5: Avversione al rischio



Fonte: Borsa Italiana

Come si evince dal grafico sopra riportato, considerando il centro del grafico come la situazione di partenza dell'individuo, la funzione di valore è concava nel primo quadrante, quello dei guadagni, mentre è convessa nel terzo quadrante, ossia quello delle perdite. Minime variazioni, vicine all'origine degli assi, hanno un impatto, sulla decisione dell'individuo, più elevato rispetto a grandi variazioni lontane dal punto stesso.

Inoltre, si può vedere dall'immagine come la funzione sia una curva con una pendenza maggiore nel quadrante delle perdite: una perdita e un guadagno, dello stesso ordine di grandezza, hanno un diverso effetto sulla scelta dell'investimento da portare a termine: una perdita ha, in proporzione, un impatto di quasi tre volte maggiore.

La figura mette in evidenza la cosiddetta *avversione alle perdite*, teorizzata dagli economisti e psicologi israeliani Kahneman e Tversky (1979)⁶⁴, concetto che consiste nel descrivere il comportamento degli individui nel momento in cui deve essere presa una decisione, valutando condizioni di rischio e possibili esiti, in situazioni dove le probabilità possono essere solo stimate: un investitore che ha già sostenuto una perdita, quasi sempre rischia in nuovi investimenti per recuperare quanto perduto precedentemente, nonostante la possibilità di ulteriori perdite.

Qui entra in gioco il consulente finanziario.

Egli viene scelto dal risparmiatore per avere un aiuto a superare le paure e le incertezze derivanti dal processo di investimento.

L'advisor deve essere capace di far comprendere al cliente le diverse tipologie di prodotti e strumenti finanziari a disposizione sul mercato, a identificare quelli più adatti alle sue esigenze e a spiegargli le diverse possibilità di rendimento, non tralasciando l'importante variabile del rischio.

Nel linguaggio comune si associa l'idea di rischio soltanto ad un possibile evento negativo.

Nel gergo finanziario, invece, si rischia di guadagnare e si rischia pure di perdere.

Il rischio è legato semplicemente alla possibilità che il rendimento di un titolo, nel corso del tempo, sia diverso da quello atteso.

“A differenza di quel che avviene nella vita, in finanza il rischio può essere stimato con una certa precisione. Se l'andamento futuro di un titolo non può essere previsto, è però nota la sua volatilità⁶⁵ storica”⁶⁶.

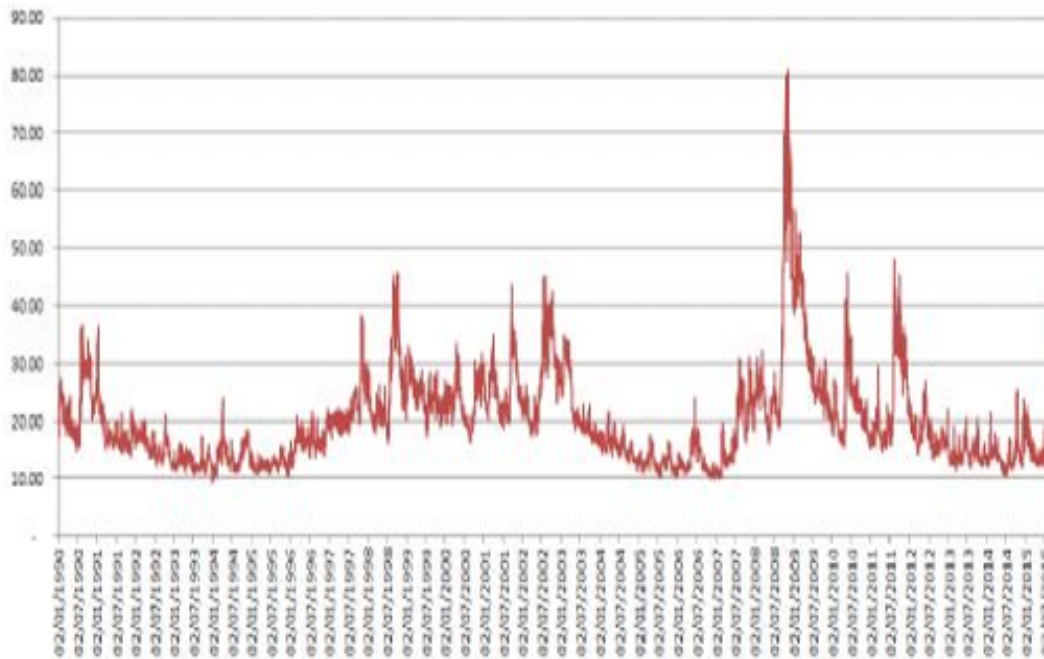
⁶⁴ Kahneman D., Tversky A., *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, *Econometrica*, 1979, Vol. 47 (2), pp. 263-292

⁶⁵ La volatilità descrive l'ampiezza delle variazioni che il valore di un prodotto finanziario ha subito in un certo intervallo di tempo.

⁶⁶ Cervellati E. M., Pattono A., *Investire con testa e cuore – Come conciliare ragione e sentimento per decisioni di investimento migliori*, FrancoAngeli s.r.l., Milano, 2017

Maggiore è la volatilità, maggiore è il rischio associato a quel determinato investimento.

Figura 2.6: Volatilità storica



Fonte: Bloomberg

Ogni classe di asset finanziario (obbligazioni, azioni, valute), ogni sua sottoclasse (obbligazioni statali, governative europee, azioni asiatiche) e anche ogni titolo è associato ad una sua volatilità storica.

Ad esempio, la Borsa italiana, dal 2000 ad oggi, ha avuto una volatilità del 22%, il Btp decennale del 6% e l'oro del 9%⁶⁷.

Fino a qualche anno fa, si poteva tranquillamente affermare che le obbligazioni avevano una volatilità minore delle azioni, le azioni delle grandi aziende minore di quella delle piccole aziende, le azioni dei paesi più avanzati minore di quella dei paesi emergenti.

⁶⁷ Fonte dei dati: sito di Borsa Italiana e sito Bloomberg.

In questi ultimi anni, invece, anche a causa della pandemia dovuta alla diffusione del virus Covid-19 che ha portato i mercati finanziari mondiali ad una grande crisi con picchi di perdite anche del 35-40% in soli pochi mesi, queste certezze si sono sfaldate.

Un esempio sono i titoli di Stato tedeschi che hanno visto variazioni insolite del loro valore, molto spesso superiori anche a quelle delle azioni.

Se “la volatilità può essere descritta come il rischio di guadagnare”⁶⁸, allora diventa importante capire il binomio rischio/rendimento: non esiste un rendimento senza il relativo rischio.

Il rendimento di un asset finanziario è impossibile da prevedere, ma è fondamentale capire di quanto il rendimento da realizzare possa discostarsi dalle nostre aspettative; più grandi sono le possibili deviazioni dal rendimento atteso, più il titolo sarà considerato rischioso e maggiori saranno le possibilità di guadagno (e ovviamente anche di perdita).

Si potrebbe porre, allora, una domanda: è possibile aumentare il rendimento diminuendo il rischio ad esso associato?

La risposta è certamente positiva: grazie alla diversificazione del portafoglio questo è possibile.

Chi investe tutti i suoi risparmi in azioni di una sola società o in un unico titolo di Stato si espone al rischio che questo singolo investimento permetta un guadagno minore di altri o perda valore nel tempo. Invece chi diversifica il proprio portafoglio, ripartendolo anche solo fra qualche decina di titoli, si “assicura” da questo rischio.

Secondo uno studio svolto da due economisti comportamentali americani, Brad Barber e Terrance Odean (2013)⁶⁹, i risparmiatori mediamente investono

⁶⁸ Cervellati E. M., Pattono A., *Investire con testa e cuore – Come conciliare ragione e sentimento per decisioni di investimento migliori*, FrancoAngeli s.r.l., Milano, 2017

⁶⁹ Barber B. M., Odean T., *The behavior of the individual investor*, Handbook of the Economics of Finance, 2013, Vol. 2, pp. 1533-1570

in totale soltanto su quattro o cinque titoli nell'arco della loro vita, un numero troppo esiguo per ottenere una buona diversificazione.

Per avere un portafoglio ben diversificato, invece, i due economisti sostengono che servirebbero almeno una trentina di titoli

Più un portafoglio è diversificato minore è la sua volatilità e quindi il rischio ad esso associato.

Nel paragrafo successivo viene spiegato più dettagliatamente questo fondamentale concetto, di cui si è iniziato a parlare soltanto a partire dagli anni '50 del secolo scorso.

2.4. L'importanza della diversificazione

Un personaggio molto importante per quanto riguarda l'economia finanziaria è l'economista americano Harry Markowitz⁷⁰.

Egli ha introdotto, agli inizi degli anni '60, il modello della *mean variance* (modello media-varianza), che ha come obiettivo la descrizione dell'evoluzione dei prezzi e mette in relazione il rendimento con il rischio nelle attività finanziarie. Esso può essere riassunto brevemente attraverso i seguenti due enunciati:

- la composizione del portafoglio delle attività rischiose è la stessa per tutti gli investitori indipendentemente dall'avversione al rischio;
- gli investitori sono in grado di controllare il rischio del portafoglio grazie alla quota investita in attività prive di rischio.

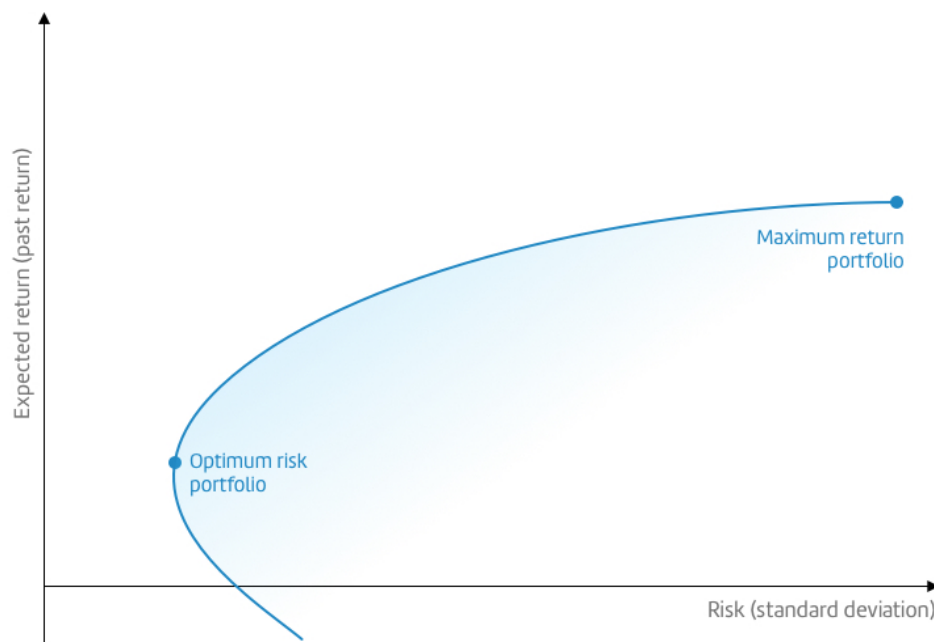
⁷⁰ Harry Markowitz, nato nel 1927, può essere considerato il pioniere dell'economia finanziaria.

L'economista americano, però, è maggiormente ricordato per gli studi riguardanti la diversificazione del portafoglio, studi nell'ambito dell'economia finanziaria che lo hanno portato a vincere il Premio Nobel per l'economia nel 1990, assieme ad altri due economisti americani, Merton Miller e William Sharpe.

Con la sua *Moderna Teoria di Portafoglio* proposta nel 1952, e diventata la pietra miliare nella gestione degli investimenti, Markowitz ha dimostrato che, per un determinato rischio, si può misurare l'incognita dei vari strumenti finanziari e combinarli assieme per raggiungere la massimizzazione del portafoglio⁷¹.

L'economista sostiene che disegnando una serie di portafogli efficienti (e non il portafoglio ideale) per vari livelli di rischio, si è in grado di ottenere il massimo rendimento possibile del portafoglio per ogni livello considerato.

Figura 2.7: Portafoglio efficiente



Fonte: sito di Banca Mediolanum

⁷¹ La teoria economica di Harry Markowitz, *Modern Portfolio Theory*, è stata pubblicata nel suo articolo *Portfolio Selection*, all'interno del *Journal of Finance* nel 1952.

L'investitore deve decidere qual è il livello di rischio, per lui accettabile, sulla cosiddetta *frontiera efficiente*: la curva rappresenta il massimo rendimento atteso, mentre un algoritmo matematico genererà per lui il portafoglio in grado di sviluppare il massimo rendimento.

Markowitz, per ipotizzare tutto questo, è partito da una serie di ipotesi di base riassumibili principalmente in tre enunciati:

- gli investitori sono interessati soltanto alla media e alla varianza dei rendimenti;
- le attività vengono scambiate in mercati concorrenziali;
- si è in assenza dei costi di transazione e dell'imposizione fiscale.

Grazie al suo contributo, in particolare ai suoi studi riguardanti il concetto di diversificazione del portafoglio, l'economia e la finanza hanno fatto un enorme passo in avanti.

Questo concetto vale per tutti gli individui, a prescindere dalla loro avversione al rischio, perché diversificare significa investire capitale in diversi asset finanziari, in modo che il rischio venga ripartito tra più strumenti finanziari e, di conseguenza, minimizzato.

Se le diverse asset class non possiedono una correlazione positiva troppo elevata tra loro o sono correlate inversamente, i rendimenti si muovono in maniera differente, riuscendo a diminuire il rischio complessivo e a controbilanciare il possibile andamento negativo di un determinato titolo presente in portafoglio, con il trend positivo di un altro.

La diversificazione si realizza in base alla complessità del modello considerato in più livelli:

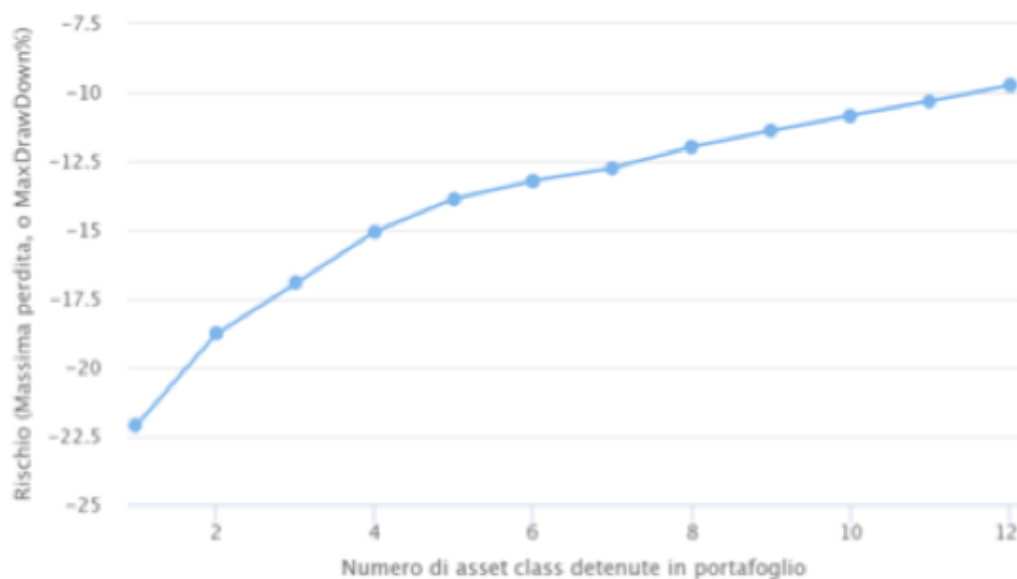
- numero di strumenti finanziari;
- tipologia di asset (obbligazioni, azioni, fondi, ETF, polizze assicurative);
- orizzonte temporale di investimento (breve, medio, lungo periodo);

- caratteristiche intrinseche degli strumenti finanziari detenuti in portafoglio, in base alla loro esposizione valutaria, geografica o settoriale.

Quindi, aumentando il numero di classi di strumenti finanziari detenuti in portafoglio, è possibile diminuire notevolmente il rischio.

Il grafico seguente mette in evidenza la possibilità di diminuire notevolmente il rischio, di circa il 75%, triplicando il numero di asset class, ossia passando da due a sei asset finanziari.

Figura 2.8: La diversificazione in asset class



Fonte: sito di Banca Mediolanum

È necessario introdurre il concetto di correlazione per riuscire a capire in quale modo la diversificazione riduce il rischio di portafoglio: non basta suddividere l'investimento fra più asset, ma occorre che questi titoli siano "diversi" tra loro, che si muovano, cioè, in maniera il più possibile indipendente l'uno dall'altro. L'indice di correlazione è un valore statistico che misura l'intensità delle relazioni tra due variabili. Esso può assumere valori compresi tra -1,0

(correlazione inversa o negativa, ossia le due variabili si muovono in direzioni discordi), e +1,0 (correlazione diretta o positiva, le due variabili si muovono in maniera concorde).

È abbastanza difficile trovare due titoli con una correlazione inversa pari a uno, nel mercato non sono invece rare le correlazioni negative con un valore di -0,2 o di -0,3.

Analizzando l'andamento storico dei rendimenti di coppie di titoli o di indici finanziari, è possibile definire le correlazioni esistenti tra loro.

Per fare un esempio, si può scoprire che il dollaro ha una correlazione inversa con il prezzo dell'oro, quindi quando il prezzo dell'oro sale, il valore del dollaro scende e viceversa⁷².

Questo discorso è possibile farlo per delle intere classi di asset.

La seguente tabella mostra la matrice di correlazione fra differenti tipologie di asset class in un arco temporale di dieci anni (dal 31/12/2007 al 01/01/2018).

Figura 2.9: Matrice di correlazione storica

Matrice di Correlazione Storica (10 anni)	Liquidità	Obbligazionario	Materie Prime	Valute	Azionario Globale	Azionario Emergente	Immobiliare
Liquidità	1.00	0.03	0.03	-0.04	-0.02	0.02	-0.02
Obbligazionario	0.03	1.00	0.13	-0.57	0.07	0.10	-0.12
Materie Prime	0.03	0.13	1.00	-0.33	0.32	0.34	0.12
Valute	-0.04	-0.57	-0.33	1.00	-0.31	-0.32	0.02
Azionario Globale	-0.02	0.07	0.32	-0.31	1.00	0.65	0.49
Azionario Emergente	0.02	0.10	0.34	-0.32	0.65	1.00	0.43
Immobiliare	-0.02	-0.12	0.12	0.02	0.49	0.43	1.00
Media	0.00	-0.06	0.10	-0.26	0.20	0.20	0.15

Fonte: sito di Banca Mediolanum

⁷² Cervellati E. M., Pattono A., *Investire con testa e cuore – Come conciliare ragione e sentimento per decisioni di investimento migliori*, FrancoAngeli s.r.l., Milano, 2017

Si noti come, in un periodo di tempo abbastanza lungo (dieci anni), i coefficienti di correlazione tendono ad essere mediamente molto ridotti, quasi tendenti allo zero, ma pur sempre positivi.

Questo accade, considerando come orizzonte temporale il lungo periodo, in quanto le asset class tendono a spostarsi con frequenze ed intensità diverse tra loro, ma sempre con un certo livello di sintonia.

Come si evince dalla tabella, le prime due righe in alto a sinistra, *liquidità e obbligazionario*, sono inclini ad avere coefficienti di correlazione molto bassi, che si muovono vicino allo zero, mentre via via che ci si sposta verso le righe in basso, verso strumenti finanziari maggiormente rischiosi, come *materie prime, azionario e settore immobiliare*, i coefficienti aumentano. Si può facilmente vedere come i coefficienti di correlazione di asset class più rischiosi tendano ad essere maggiormente correlati positivamente tra di loro.

Per avere un portafoglio ben diversificato è molto importante, quindi, possedere diverse asset class, possibilmente correlate negativamente, in modo da poter diversificare nei vari segmenti di mercato, ossia settorialmente, geograficamente e valutariamente, allo scopo di evitare delle possibili fluttuazioni di mercato e controbilanciare eventuali trend negativi.

Grazie alla possibilità datami di svolgere uno stage presso l'agenzia di Venezia di Banca Mediolanum, ho potuto vedere direttamente sul campo, il modus operandi di questa banca: in che modo i financial advisors si rapportano con i propri clienti e, soprattutto, le scelte suggerite ai clienti nella gestione degli investimenti. Il risparmiatore ha sempre a disposizione un consulente che lo consiglia in tutte le sue decisioni.

Nello svolgere la loro attività, gli advisors sono, a loro volta, pienamente supportati dall'istituto bancario, che li mette in grado di prepararsi nel modo migliore e più adeguato per utilizzare tutti gli strumenti messi a disposizione.

Considerando quanto spiegato a inizio paragrafo, sulla teoria del portafoglio di Markowitz, si ritrovano evidenti analogie nell'approccio che i professionisti di Banca Mediolanum utilizzano per affiancare il risparmiatore nelle proprie scelte.

L'approccio utilizzato dalla banca presenta un elemento d'innovazione: un indicatore sintetico di diversificazione, attraverso cui è possibile misurare il grado di diversificazione di un dato portafoglio, sia complessivamente sia in base alle specifiche esigenze dell'orizzonte temporale (breve, medio o lungo periodo) scelto dal cliente.

Questo approccio viene indicato con il nome di *strategia d'investimento delle 5D*:

1. Diversificazione temporale: viene fatta una suddivisione temporale coerentemente con gli obiettivi scelti: a breve, a medio o a lungo periodo;
2. Diversificazione fra titoli: il portafoglio deve comprendere un numero elevato di titoli, in modo da ridurre il rischio dell'investimento;
3. Diversificazione geografica: gli investimenti che vengono suddivisi in diverse aree geografiche hanno un grado maggiore di sicurezza e maggiori opportunità di rendimento;
4. Diversificazione per potenziale di crescita: considerando come orizzonte temporale il lungo periodo, se si punta su mercati e aziende emergenti, gli investimenti possono raggiungere risultati migliori;
5. Diversificazione per asset finanziari: utilizzando diversi strumenti d'investimento, ossia sia prodotti finanziari che assicurativi, si ha una maggiore sicurezza e stabilità.

La strategia delle 5D è un servizio unico e distintivo che questa banca mette a disposizione dei propri consulenti e della clientela, con lo scopo di suggerire scelte d'investimento il più coerente possibile con il profilo del risparmiatore.

È una strategia che, nata dallo studio del funzionamento dei mercati finanziari a livello mondiale e dalla competenza nella gestione del risparmio, permette di esaminare gli effetti della complessiva diversificazione del portafoglio consentendo la realizzazione di una documentazione personalizzabile, evidenziando le scelte condivise (consulente-cliente) e le strategie della banca.

CAPITOLO 3: LA FIDUCIA E LE SUE DETERMINANTI

3.1. Cos'è la fiducia

Cos'è la fiducia? Ci si fida di più di una persona che si conosce o di qualcuno che non si conosce? Ci si fida di più di una pubblicità o della raccomandazione di un amico? Per quale motivo gli altri dovrebbero fidarsi di noi?

La sensazione di fiducia ha origine all'interno del nostro sistema limbico e, in alcuni casi, può essere così forte da indurre a mettere in dubbio anche i dati provenienti da una accurata ricerca personale empirica, di fronte ad un parere negativo di un amico o di un conoscente.

Tutti noi siamo portati a credere che gli altri, nel bene e nel male, ne sappiano più di noi. Ci fidiamo del giudizio degli altri, fa parte del tessuto stesso della nostra cultura.

Ma non ci fidiamo del giudizio di chiunque: si è più propensi a dare credito agli individui che condividono i nostri valori e le nostre stesse credenze.

I progressi della società, infatti, sono in gran parte basati sulla fiducia reciproca tra persone che condividono lo stesso insieme di valori e la stessa cultura.

Abbiamo fiducia in persone ed in aziende anche quando le cose vanno male, mentre non ci fidiamo di altre anche se tutto va esattamente come dovrebbe andare.

La fiducia è un sentimento, non è un'esperienza razionale.

La fiducia comincia ad emergere quando abbiamo la sensazione che una persona o un'organizzazione siano animati da motivi diversi dal proprio vantaggio egoistico personale: "alla fiducia si accompagna un senso di valore, di valore reale, che non si può tradurre in denaro. Il valore, per definizione, è un trasferimento di fiducia. Non si può convincere qualcuno di possedere

valore proprio come non si può convincere qualcuno ad avere fiducia. La fiducia conta”⁷³.

La fiducia va guadagnata comunicando e dimostrando di condividere gli stessi valori e le stesse credenze.

La fiducia deriva dal sentirsi parte di un’organizzazione o di una cultura, con un insieme di valori e di credenze in comune, e si alimenta se quei valori e quelle credenze sono gestite in modo attivo, con una certa chiarezza, disciplina e coerenza.

Figura 3.1: La fiducia



Fonte: humanwareonline.com

Se non si gestisce la fiducia, si inizia a preoccuparsi prevalentemente del proprio tornaconto personale.

⁷³ Sinek S., *Start With Why*, Penguin Random House Company, 2009

Ad esempio, se un'azienda non gestisce bene i rapporti al suo interno, i dipendenti non collaborano e non si fidano, vanno al lavoro perché "devono", per soddisfare un tornaconto personale che ne diventa la loro motivazione prevalente. Questa motivazione permette di produrre risultati nel breve termine, ma con il passare del tempo l'azienda tenderà a indebolirsi sempre di più.

Molti studiosi hanno cercato di dare una loro definizione del concetto "fiducia". In letteratura le definizioni di fiducia sono molteplici ed anche molto diverse fra loro, ciascuna infatti è influenzata dal punto di vista personale del ricercatore.

Il politologo americano Francis Fukuyama, ad esempio, nel 1995 descrive 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"⁷⁴.

Successivamente, un gruppo di ricercatori ed economisti americani la definiscono: "uno stato psicologico che comprende l'intenzione di accettare la vulnerabilità che deriva da aspettative positive sulle intenzioni o sul comportamento altrui"⁷⁵; mentre, più recentemente, un gruppo di economisti e professori italiani la qualificano come: "la soggettiva probabilità che gli individui attribuiscono alla possibilità di essere truffati"⁷⁶.

Se, invece, venisse chiesto ad una moltitudine di individui di provare a definire che cosa sia per loro la fiducia, ognuno userebbe concetti e termini diversi, e si otterrebbero una moltitudine di risposte poiché ogni persona percepisce la fiducia in maniera personale e differente dagli altri.

⁷⁴ Fukuyama F., *Trust: The Social Virtues and the Creation of Prosperity*, The Free Press, New York, 1995, p. 26

⁷⁵ Rousseau D., Sitkin S., Burt R., Camerer C., *Not so different after all: a cross-discipline view of trust*, The Academy of Management Review, 1998, Vol. 23, No. 3

⁷⁶ Guiso L., Sapienza P., Zingales L., *Trusting the Stock Market*, The Journal of Finance, 2008, LXIII (6)

Il modo diverso di percepire questa importante emozione, scaturisce dai tanti fattori presenti nell'ambiente di vita delle persone, sia interni che esterni, che ne influenzano il loro carattere.

La cultura, il livello di istruzione, le istituzioni, l'esperienza, il luogo geografico, sono tutti elementi che influenzano la percezione personale in maniera molto significativa.

Al variare di questi fattori varia anche il livello di fiducia del singolo individuo e, a seconda dell'ordine di grandezza che si vuole considerare per una valutazione del tema, anche di un intero gruppo.

L'antropologo americano Edward Hall, in un suo studio risalente al 1959, svolge un'analisi sulla variazione della fiducia, mettendo in luce come essa abbia un ruolo sociale maggiore per alcune comunità rispetto ad altre.

Lo studioso sostiene che in alcune zone del mondo viene attribuito al rapporto di fiducia un valore maggiore di un contratto legale, sia per quanto riguarda i rapporti economici che quelli interpersonali. Questa usanza, invece, in molte altre aree geografiche non sussiste più⁷⁷.

Anche altri ricercatori sono dell'idea che nel mondo ci siano livelli di fiducia tra loro molto differenti, in seguito a degli studi ottenuti mettendo a confronto i diversi livelli di fiducia con elementi, quali, ad esempio, l'efficienza governativa, la ricchezza e la crescita economica⁷⁸.

Ciò che accresce o sconsiglia la fiducia è di fondamentale importanza per l'andamento del sistema economico, oltre che, ovviamente, per le relazioni sociali⁷⁹.

Lo studioso italiano Vittorio Pelligra prova a fornire una spiegazione al riguardo, affermando che: "l'individuo pone la propria fiducia in qualcun altro

⁷⁷ Hall E., *The Anthropology Of Manners*, The International Executive, New York, 1959, Vol. 1 (3)

⁷⁸ Fukuyama F., *Trust: The Social Virtues and the Creation of Prosperity*, The Free Press, New York, 1995, p. 26

⁷⁹ Putnam R., *The prosperous community: Social capital and public life*, The American prospect, 1993, pp. 249 e seguenti

perché spera di raggiungere, mediante la cooperazione, uno stato di cose migliore rispetto allo status quo⁸⁰, in altre parole una persona cerca di avvicinarsi sempre ad un livello di benessere maggiore rispetto a quello che avrebbe raggiunto se avesse deciso di non fidarsi.

Verso la fine del secolo scorso, i ricercatori americani McKnight e Chervany giunsero alla conclusione che le diverse definizioni di fiducia possono essere raggruppate in tre distinte categorie, a cui ognuna corrisponde una diversa tipologia⁸¹:

1. impersonale o strutturale, cioè la fiducia verso le istituzioni e le strutture sociali, ad esempio verso il governo e il sistema di giustizia nazionale;
2. disposizionale, ossia la fiducia considerata come qualità personale delle persone, quel “senso di fiducia di base” che gli individui hanno “verso sé stessi e verso il mondo”⁸²;
3. personale o interpersonale, cioè la fiducia che l’individuo prova nei confronti degli altri. La differenza fondamentale tra il termine personale e interpersonale sta nel fatto che nella prima il sentimento di fiducia scaturisce in capo ad un solo soggetto, mentre nella seconda questo genere di sensazione è reciproco, e non a senso unico.

Queste tre diverse classificazioni si possono considerare come i tre differenti punti di vista in cui il tema della fiducia viene studiato nelle scienze sociali. L’economia, per esempio, studia il concetto di fiducia da un punto di vista personale ed interpersonale.

⁸⁰ Pelligra V., *I Paradossi della Fiducia. Scelte Razionali e Dinamiche Interpersonali*, Il Mulino, 2007, p. 38

⁸¹ McKnight D. H., Chervany N. L., *Trust formation in new organizational relationship*, University of Minnesota, 1996, pp. 3-46

⁸² Erikson E. H., *Identity: Youth and crisis*, WW Norton & company, 1968

Infatti, il ramo economico esamina l'elemento fiduciario per provare a dare un'interpretazione ai comportamenti umani quando un individuo si trova a dover affrontare delle scelte economiche.

Le scienze politiche, sociologiche e giuridiche invece, si occupano sostanzialmente della prima tipologia di fiducia, quella impersonale o strutturale.

Mentre la fiducia disposizionale, la seconda tipologia considerata, la possiamo ritrovare all'interno della psicologia.

Dal punto di vista dello studioso italiano Pelligra, sopracitato, l'unico modo di studiare il rapporto fiduciario è osservarlo da un'ottica interpersonale, in quanto "l'atto di fiducia avviene tra due persone"⁸³ e quindi qualsiasi spiegazione su cosa sia la fiducia, basata su un'analisi di fattori esterni alle relazioni che si instaurano tra gli individui, sarebbe approssimativa e, pertanto, inesatta.

La fiducia è un aspetto importante che influenza notevolmente la nostra vita, essa permette di fare, oppure no, affidamento sugli altri; per avere un consiglio quando dobbiamo prendere delle decisioni, facciamo affidamento sulle persone di cui ci fidiamo.

La fiducia è la base che ci consente di migliorare la nostra vita, la nostra famiglia, la nostra società: "confidiamo nei membri della nostra comunità al punto da affidare loro i nostri figli quando vogliamo uscire a cena, se dobbiamo scegliere tra due babysitter, siamo più propensi a fidarci di una persona del quartiere, anche se con poca esperienza, che di una persona molto esperta che viene da lontano. E giustificiamo questa preferenza con il fatto che di una persona che viene da fuori sappiamo molto poco. In questo caso, ci fidiamo più

⁸³ Pelligra V., *I Paradossi della Fiducia. Scelte Razionali e Dinamiche Interpersonali*, Il Mulino, 2007, p. 38

della familiarità che dell'esperienza, pur essendo in gioco una questione molto importante come la sicurezza dei nostri figli"⁸⁴.

Confidiamo nel fatto che una persona che vive nella nostra stessa comunità, e che molto probabilmente condivide i nostri valori e le nostre credenze, sia maggiormente qualificata per prendersi cura di ciò che per noi è molto prezioso ed importante rispetto a qualcuno che può avere un curriculum ricco di esperienze, ma che proviene da un luogo a noi sconosciuto.

Solo quando ci si può fidare di una cultura o di un insieme di individui, si assumono dei rischi personali via via maggiori, al fine di contribuire al progresso di quella cultura o di quell'organizzazione.

Ciò accade per la semplice ragione che alla fine tutto questo comporta dei benefici per la propria sopravvivenza e, spesso, anche per la propria salute personale.

Ci sembra naturale, per esempio, fidarci dei prodotti raccomandati da molti testimonial: di solito i personaggi famosi sono ricchi e possono scegliere tutti i prodotti che vogliono, se scelgono quello in particolare, deve essere per forza un buon prodotto, no?

Invece le persone famose fanno da testimonial semplicemente perché sono pagati per farlo, usano la loro reputazione per fare pubblicità ad un prodotto. Eppure, i testimonial funzionano; se così non fosse, le imprese non ne farebbero uso.

Nessuno è immune dall'influenza provocata da qualcuno che conosciamo, o di cui "sentiamo" di poterci fidare, sulle nostre decisioni. L'uso del testimonial è basato proprio su questo meccanismo.

Utilizzando un volto, un nome riconoscibile, si presuppone che la gente sia più incline a dar credito a quel dato messaggio pubblicitario.

L'errore che spesso viene commesso consiste nel pensare che la fama del testimonial sia di per sé sufficiente ad influenzare il comportamento.

⁸⁴ Sinek S., *Start With Why*, Penguin Random House Company, 2009

Affinché l'operazione funzioni veramente, occorre che testimonial sia rappresentativo di una determinata causa o credenza.

Per esempio, un atleta noto per la sua etica del lavoro può promuovere efficacemente un'azienda che vuole contraddistinguersi con lo stesso valore; così come un'attrice celebre per le sue attività di beneficenza può sposarsi bene con un'impresa attenta alla responsabilità sociale: sia l'azienda che il personaggio pubblico perseguono entrambi la stessa causa.

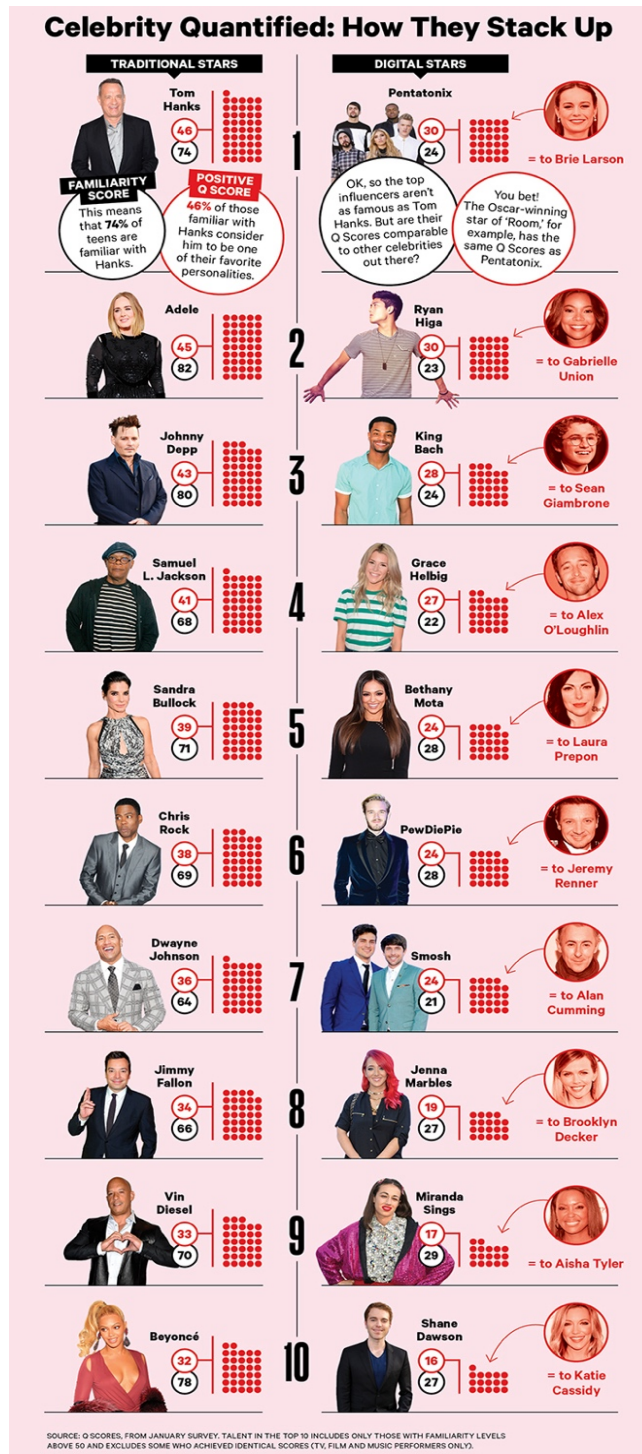
La scelta di un determinato testimonial, e spesso anche le relative trattative contrattuali, è basata su una misura tipica del settore del mondo dell'intrattenimento e dello spettacolo, chiamata Q-score⁸⁵.

La tabella, riportata nella pagina seguente, mostra l'appeals di diversi personaggi molto conosciuti.

Principalmente sono stati presi in considerazione attori/attrici e cantanti americani, che possiedono un Q-score abbastanza elevato.

⁸⁵ Il Q-score è un quoziente, tipico del settore della pubblicità, del marketing e delle pubbliche relazioni, che indica il livello di riconoscibilità, di celebrità, di personaggi importanti: più alto è questo punteggio, maggiore è la notorietà del personaggio (e quindi anche la parcella dovuta al testimonial).

Figura 3.2: Q-score



Fonte: D. Brown Entertainment, Marketing Evaluations, E-Poll Market Research

3.2. Come misurare la fiducia

Esistono vari metodi per “misurare” la fiducia che un individuo può provare verso gli altri. Di seguito verranno illustrati i principali.

Il primo metodo è quello del *Trust Game*, un gioco, chiamato anche *Investment Game*⁸⁶, teorizzato verso la fine del secolo scorso da tre studiosi ed economisti americani (Berg, Dickhaut e McCabe) con lo scopo di valutare le scelte usate per misurare il livello di fiducia nelle decisioni economiche che hanno per oggetto lo scambio di denaro tra due persone, in particolare sulla base della quantità di patrimonio che un soggetto affida ad un altro.

Il gioco si svolge mediante l’analisi degli indicatori di fiducia, creati su una base di domande che vengono somministrate agli individui interessati, ad intervalli di tempo regolari, mediante dei sondaggi anonimi.

Il Trust Game prevede la partecipazione di due soggetti, estranei tra loro, che vengono fatti posizionare separatamente, il primo nella stanza A ed il secondo nella stanza B.

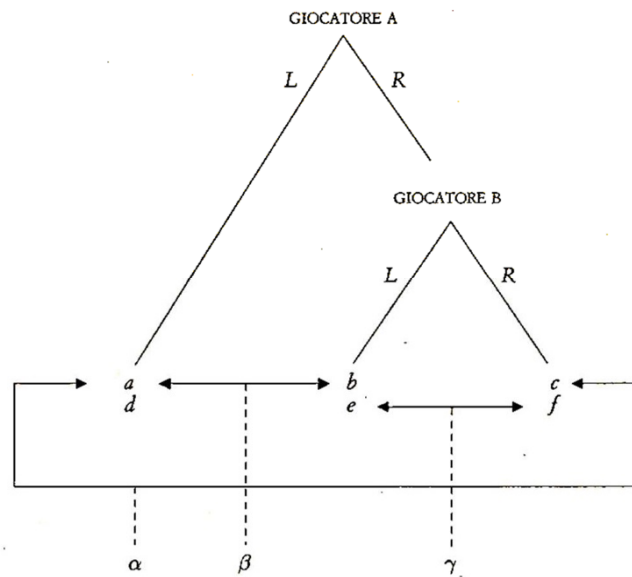
Il soggetto presente nella stanza A possiede un patrimonio di 10 dollari e può scegliere se, ed in quale quantità, mandare una parte di questa cifra all’altro partecipante che si trova nella stanza B.

Entrambi i giocatori, successivamente, vengono informati che ogni centesimo che viene mandato all’altro individuo verrà triplicato.

Se riceverà, ad esempio, una parte di denaro dalla controparte A, il soggetto della stanza B, potrà decidere se e quanto, dell’ammontare triplicato, rimandarne al soggetto della stanza A, ripagandolo a sua volta con un atto di fiducia, oppure tradire la fiducia in lui riposta e tenersi tutto per sé.

⁸⁶ Berg J., Dickhaut J., McCabe K., *Trust reciprocity and social history*, Games and Economic Behavior, 1995, Vol. 10 (1), pp. 122-142

Figura 3.3: Il Trust Game



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

In questo modo viene studiata la propensione dei soggetti a fidarsi o meno degli altri individui e la rispettiva propensione a ricambiare la fiducia concessa. Il concetto di fiducia è molto frequente in letteratura economica e viene spesso utilizzato, in studi e ricerche, per analizzare quale siano le risposte degli individui alle interazioni con soggetti diversi e le molteplici connotazioni della fiducia nei diversi contesti considerati.

Un'altra metodologia che permette di valutare il livello di fiducia è quello degli indicatori. Ne esistono diversi tipi, uno è il GSS (General Social Survey) che monitora e cerca di spiegare le costanti e le tendenze degli individui americani nei loro comportamenti e nei loro atteggiamenti⁸⁷; un altro è il GTI (Generalized Trust Index), che rivela il livello di fiducia verso il sistema e le sue istituzioni; oppure il WVS (World Values Survey), che provvede a dare

⁸⁷ <http://gss.norc.org/About-The-GSS>

indicazioni sulle credenze delle persone e sui loro valori; o, ancora, forse il più conosciuto Financial Trust Index (FTI), che fornisce direttamente informazioni sul livello di fiducia degli individui verso il mondo economico-finanziario⁸⁸.

Per realizzare un indicatore di questo tipo, vengono utilizzati i dati ottenuti attraverso dei sondaggi proposti ad un campione piuttosto significativo della popolazione presa in considerazione.

Spesso, le domande presenti in queste tipologie di sondaggi sono simili a: “quanto ti fidi delle persone provenienti dai seguenti gruppi: famiglia, vicini, persone che conosci direttamente, persone che hai incontrato per la prima volta, persone di un’altra religione e persone di un’altra nazionalità”; o ancora “potresti dirmi per ognuno dei gruppi definiti in precedenza se ti fidi completamente, un po’, non molto o per niente?”; “diresti che la maggior parte delle persone può essere degna di fiducia o devi prestare molta attenzione nel trattare con le altre persone?”⁸⁹.

All’interno della letteratura economica sono presenti molti studi che utilizzano gli indicatori per il calcolo del livello di fiducia della popolazione.

Interessante è l’analisi del Financial Trust Index, realizzata con l’utilizzo delle domande sopra elencate, adoperate nei sondaggi per la formazione degli indici, da parte degli economisti Guiso, Sapienza e Zingales⁹⁰, citati nel primo paragrafo di questo capitolo.

Questa ricerca ha sondato la fiducia che i cittadini degli Stati Uniti d’America ripongono nelle istituzioni private dove è possibile investire i propri soldi, attraverso l’utilizzo dell’indice Chicago Booth/Kellogg School Financial Trust Index⁹¹.

Questo studio è stato svolto dai tre economisti citati nel 2008, al fine di creare uno strumento che aiuti la valutazione dei cambiamenti del grado di fiducia

⁸⁸ <http://www.financialtrustindex.org/resultswave21.htm>

⁸⁹ <http://www.worldvaluessurvey.org/WVSDocumentation.jsp>

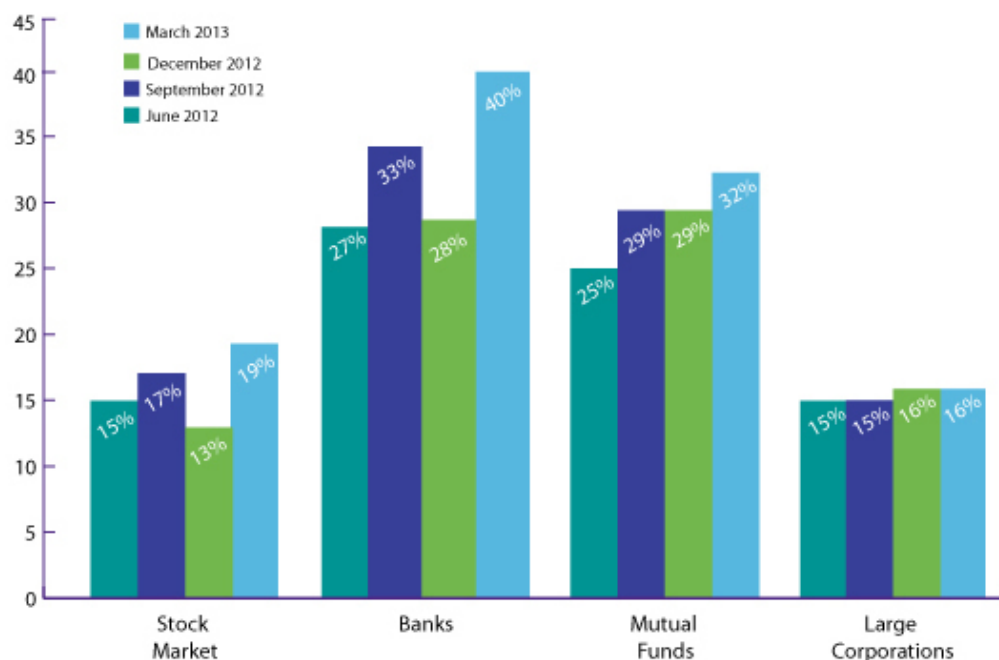
⁹⁰ Guiso L., Sapienza P., Zingales L., *Trusting the Stock Market*, The Journal of Finance, 2008, LXIII (6)

⁹¹ <http://www.financialtrustindex.org/resultswave18.htm>

presente nel settore finanziario, per le relative influenze sulle scelte dei risparmiatori⁹².

Nello specifico, come ben evidenziato nella figura riportata qui sotto, la mission è quella di monitorare il livello di fiducia che gli individui presentano nei confronti del mercato finanziario, delle istituzioni bancarie, dei fondi comuni di investimento e delle grandi imprese, considerando, in particolare, come le politiche, gli interventi di governo e gli eventi che accadono, possono influenzare la fiducia modificandone il grado.

Figura 3.4: Livello di fiducia



Fonte: <http://www.financialtrustindex.org/resultswave18.htm>, figura 1

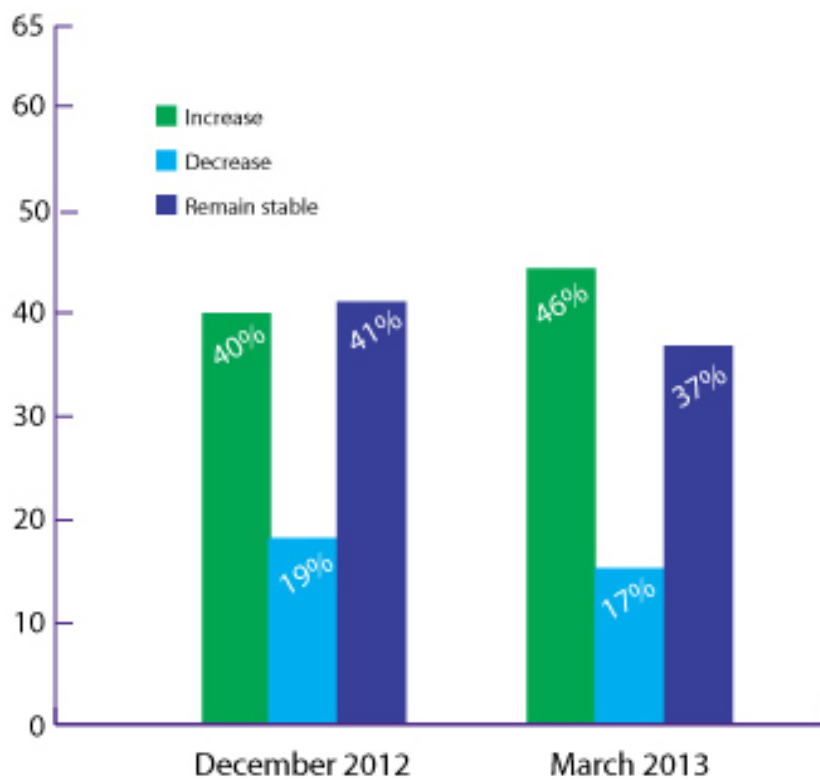
Il Financial Trust Index considerato viene calcolato ogni tre mesi su un campione di circa 1.000 individui statunitensi.

⁹² Guiso L., Sapienza P., Zingales L., *Trusting the Stock Market*, The Journal of Finance, 2008, LXIII (6)

Per la sua realizzazione, frequentemente, vengono vagliati anche altri dati relativi, ad esempio, agli investimenti immobiliari oppure, molto più spesso, alle opinioni sugli eventi recenti.

Il seguente grafico è relativo alla domanda posta, ad un certo numero di intervistati, circa la loro opinione in merito ai prezzi delle case nella propria zona residenziale, nei successivi 12 mesi.

Figura 3.5: Prezzi delle case



Fonte: <http://www.financialtrustindex.org/resultswave18.htm>, figura 2

Alcuni ricercatori si sono interrogati relativamente a quale sia il metodo migliore per individuare correttamente il livello di fiducia di un certo campione di persone.

Ad esempio, in un progetto intitolato *Measuring Trust*⁹³, alcuni studiosi americani, all'inizio del nuovo millennio, hanno svolto un sondaggio su un campione di circa 200 studenti appartenenti all'università di economia di Harvard.

Questo sondaggio è stato svolto attraverso la somministrazione di un questionario, che riporta le stesse domande relative alla fiducia che si possono ritrovare nei sondaggi standard, quali il World Value Survey o il General Social Survey.

Gli economisti americani, successivamente, hanno fatto partecipare gli studenti al gioco del Trust Game, al fine di capire quale metodo possa meglio misurare e spiegare il sentimento della fiducia e le tendenze ad essa correlate.

I risultati hanno evidenziato come le domande dei sondaggi standard non misurano effettivamente il livello di fiducia bensì l'affidabilità, la cosiddetta *trustworthiness*, la quale è una componente importante del capitale sociale, che misura la propensione comportamentale, le preferenze ed altri attributi dei soggetti analizzati.

Di conseguenza la maggior parte dei lavori che utilizzano questo tipo di domande devono essere reinterpretate in future sperimentazioni, se si vuole misurare il corretto livello di fiducia, includendo anche domande sul comportamento tenuto in passato degli individui intervistati.

I ricercatori, grazie a questo lavoro, hanno dimostrato l'importanza derivante dall'utilizzo congiunto di esperimenti e questionari.

Infatti, utilizzando entrambi i metodi, oltre a testarne meglio la validità, si possono determinare allo stesso tempo anche le correlazioni socioeconomiche esistenti fra le qualità degli individui oggetto dell'indagine.

I ricercatori ed economisti inglesi Ermisch, Gambetta, Laurie, Siedler e Uhring, sostengono, in seguito ad uno studio svolto nel 2009 sulla popolazione

⁹³ Glaeser E., Laibson D., Scheinkman J., Soutter C., *Measuring Trust*, The Quarterly Journal of Economics, 2000, Vol. 115 (3), pp. 811-846

britannica⁹⁴, che le risposte alle domande presenti all'interno dei questionari sono, per la maggior parte, difficili da valutare, in quanto risultano troppo generiche e non rivelano né il gruppo di riferimento né i tipi di azione che gli intervistati hanno in mente nel momento in cui rispondono alle domande.

Essi affermano che non è possibile stabilire se la fiducia che le persone dimostrano verso gli altri individui sia una propensione idiosincratICA, una credenza o solo una reazione al sentimento di affidabilità percepito in quel determinato momento.

Di conseguenza non si può confermare che il livello di fiducia, risultato dalle ricerche effettuate con questo metodo per la raccolta dei dati, corrisponda esattamente al grado di fiducia effettivamente esistente fra le persone.

Nella seguente figura sono messi a confronto i sondaggi effettuati su due campioni rappresentativi della popolazione.

⁹⁴ Ermisch J., Gambetta D., Laurie H., Siedler T., Uhring S. C. N., *Measuring people's trust*, Journal of the Royal Statistical Society, 2009, Vol. 172 (4), pp. 749-769

Figura 3.6: Grado di fiducia

<i>Variabile</i>	<i>Significato, sondaggio sulla fiducia</i>	<i>Media, 2005 BHPS</i>
Età (anni)	53	48
Femmina	0,61	0,53
Proprietario di casa (a titolo definitivo o ipotecario)	0,44	0,77
Nel lavoro retribuito	0,46	0,56
Pensionato	0,32	0,25
Situazione finanziaria		
'Confortevole'	0,21	0,31
'Va bene'	0,33	0,41
'Sto solo per tirare avanti'	0,32	0,22
'Trovare abbastanza o molto difficile'	0,14	0,06
Divorziato o separato	0,19	0,10
Attivo nell'organizzazione su base regolare	0,46	0,45

Fonte: Ermisch J., Gambetta D., Laurie H., Siedler T., Uhring S. C. N., *Measuring people's trust*, *Journal of the Royal Statistical Society*, 2009, pag. 7

3.3. Le determinanti della fiducia

Gli studi svolti allo scopo di indagare quali siano realmente i fattori che interferiscono sul funzionamento del meccanismo di formazione del rapporto

fiduciario, nei legami umani, e le varie modalità in cui essa si mantiene nel tempo sono molti.

Gli studiosi analizzano questo sentimento emotivo sempre da punti di vista diversi, fornendo una notevole produzione letteraria sul tema.

Fare un elenco di tutte le determinanti che influiscono nella formazione di questa emozione è praticamente impossibile.

Non esistono dei precisi confini, in quanto essa è un concetto che varia da individuo a individuo. Di conseguenza ci possono essere una serie di infinite determinanti, che vanno a modificarne l'entità.

Di seguito verranno illustrate quelle maggiormente significative.

La prima determinate che può essere considerata è sicuramente l'area geografica di provenienza.

Molte ricerche, anche di differenti discipline accademiche e con differenti modalità di somministrazione, hanno elaborato teorie sul motivo per il quale le persone di un determinato territorio hanno un livello di fiducia maggiore, o minore, rispetto a quelle provenienti da un altro paese.

Per esempio, alcuni studiosi hanno considerato l'argomento con un approccio scientifico, cercando di dare una definizione precisa e misurare l'effettivo grado di fiducia attraverso un'analisi empirica dei dati raccolti.

I ricercatori Yamagishi, Cook e Watabe, hanno cercato di analizzare la fiducia da un punto di vista psicologico, studiando le differenze che esistono tra le diverse culture.

In un loro lavoro del 1998, indagano quale sia il livello di fiducia medio presente all'interno del Giappone, confrontandolo con quello presente negli Stati Uniti d'America.

Il Giappone è caratterizzato prevalentemente da legami sociali molto forti e stabili (i legami familiari e di gruppo), mentre in America sono presenti legami sociali e interpersonali più deboli.

Si tende a pensare che una società caratterizzata da forti legami sociali e interpersonali, come il Giappone, sia anche caratterizzata da un elevato livello di fiducia fra i suoi cittadini, invece, al contrario, lo studio effettuato da Yamagishi, Cook e Watabe, ha dimostrato che il grado di fiducia generale è maggiormente elevato dove è presente un minor grado di legami sociali e interpersonali, come nel caso degli Stati Uniti d'America.

Questo può essere spiegato attraverso la motivazione che, in un contesto sociale, la fiducia verso le altre persone fa tendere l'individuo stesso ad emanciparsi dalle relazioni chiuse, come ad esempio in famiglia, per provare a stabilire altre relazioni sociali all'esterno di essa.

Questo atteggiamento è sinonimo di buona riuscita in una società, come quella americana, che ha delle possibilità abbondanti ed interessanti al di fuori dei legami già stabiliti ed in essere, ma non funziona in un ambiente che è caratterizzato prevalentemente da relazioni chiuse.

Un individuo che si emancipa da una di queste realtà non è in grado di trovare un'interazione esterna, nel caso del Giappone, in quanto tutte le altre relazioni sono chiuse: "essere altamente fiduciosi, aspettando un trattamento benigno da sconosciuti, in un tale ambiente rende una persona irrealisticamente ottimista"⁹⁵.

Tutto questo provoca un basso grado di fiducia generale nella collettività giapponese ed in quelle simili ad essa.

Una seconda determinante si può trovare nella distanza sociale.

Akerlof, economista ed accademico americano, in un suo lavoro del 1997, presenta un modello di distanza sociale utile a comprendere le decisioni sociali. Esso prende in considerazione classi sociali diverse e arriva alla conclusione che gli individui appartenenti ad una stessa classe sociale interagiscono fortemente, mentre quelli che sono socialmente distanti hanno una minore

⁹⁵ Yamagishi T., Cook K. S., Watabe M., *Uncertainty, trust, and commitment formation in the United States and Japan*, American Journal of Sociology, 1998, Vol. 104 (1)

interazione tra di loro. Anche la posizione sociale ereditata, considerata classe sociale a tutti gli effetti, gioca un ruolo fondamentale sia per la scelta del livello d'istruzione che per l'interazione tra persone⁹⁶.

Nei primi anni duemila, Buchan e Croson, due studiosi americani, provano ad analizzare un campione di studenti universitari, con l'obiettivo di trovare quali valori della fiducia e dell'affidabilità siano presenti negli Stati Uniti d'America ed in Cina.

Essi, nel confrontare l'influenza della distanza sociale sul comportamento e sulle aspettative di comportamento di un'altra persona, ottengono conferma di come i rispettivi livelli della fiducia e dell'affidabilità cambino con l'aumentare della distanza sociale.

Dall'analisi dei risultati finali, emerge che i partecipanti americani siano ben equilibrati, le azioni e le aspettative ad esse associate si muovono in modo simile in risposta alla distanza sociale, mentre in Cina gli individui dichiarano di essere più sensibili alla distanza sociale di quanto si aspettino che lo siano le altre persone⁹⁷.

In letteratura sono presenti diverse ricerche che analizzano l'influenza della razza e del genere sulla creazione di un rapporto di fiducia.

Ad esempio, nel 2001, Fershtman e Gneezy, due studiosi israeliani, hanno esaminato gli aspetti della discriminazione etnica, prendendo in considerazione la discriminazione nella società ebraica israeliana.

I due ricercatori propongono ad un campione di soggetti israeliani, con un'appartenenza etnica distinta, di partecipare al gioco del Trust Game (di cui sono spiegati i meccanismi di funzionamento nel precedente paragrafo), al fine di chiarire i divari socioeconomici esistenti tra la popolazione, sostenendo che "le interazioni economiche non sono regolate solamente da accordi

⁹⁶ Akerlof G. A., *Social distance and social decisions*, *Econometrica: Journal of Econometric Society*, 1997, Vol. 65 (5), pp. 1005-1027

⁹⁷ Buchan N., Croson R., *The Boundaries of trust: Own and other's actions in the US and China*, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 2004, Vol. 55 (4), pp. 485-504

contrattuali” e che “la fiducia tra gli individui svolge un ruolo importante nel facilitare azioni efficienti”⁹⁸.

L’esito dello studio mette in evidenza come la società israeliana sia caratterizzata da una diffidenza e sfiducia quasi sistematica nei confronti della popolazione ebraica orientale, e che questa discriminazione etnica sia un fenomeno interamente maschile.

Si può affermare, quindi, che gli stereotipi etnici influenzino la fiducia e che questi restino insediati nelle convinzioni degli individui, anche dopo un ricambio generazionale.

Un’altra determinante nella creazione della fiducia può essere rappresentata dalle norme e dalle istituzioni proprie di una nazione da cui le persone provengono.

Elinor Ostrom, studiosa americana, approfondisce in un articolo del 2003⁹⁹, come le azioni e le aspettative delle persone, vengono influenzate dalle norme esistenti.

Secondo la ricercatrice le norme vengono considerate dagli individui come una guida per i propri comportamenti e questo influenza le loro aspettative e quelle delle persone con cui essi interagiscono.

Se una norma viene accettata in una società, questa influenzerà le azioni di coloro che ne fanno parte e, di conseguenza, le relative aspettative.

Conseguentemente, se in una nazione sono presenti norme ed usi che regolano il comportamento di fiducia, tutti gli individui appartenenti a quella comunità, si impegneranno a rispettarle.

Le norme e gli usi di una nazione possono, pertanto, modellare il carattere di un individuo facendolo diventare maggiormente affidabile e fiducioso verso i suoi concittadini.

⁹⁸ Fershtman C., Gneezy U., *Discrimination in a segmented society: an experimental approach*, Quarterly Journal of Economics, 2001, Vol. 116 (1), pp. 351-377

⁹⁹ Ostrom E., *Toward a behavioral theory linking trust, reciprocity, and reputation.*, psycnet.apa.org, 2003, pp. 19-79

Pure le istituzioni giocano un ruolo chiave nella creazione della fiducia generalizzata, in quanto un sistema istituzionale non corrotto ed efficiente è sinonimo di affidabilità e sicurezza per i cittadini, dei quali ne condiziona positivamente i comportamenti, favorendo una crescita economica sana e un aumento del benessere sociale.

Figura 3.7: Fiducia verso gli altri

PAESE	FIDUCIA GENERALIZZATA 1990-2009	FIDUCIA GENERALIZZATA SCARTO 2009-1990	FIDUCIA NEI CONNAZIONALI 1990-99 ¹
Portogallo	17,1	-4,5	76,6
Grecia	22,5	-2,4 ²	-
Francia	22,6	4,4	59,0
Lussemburgo	27,9	6,3 ²	65,7
Italia	31,8	-4,5	42,5
Spagna	31,9	0,1	57,8
Belgio	32,2	1,1	51,4
Austria	34,0	5,0	75,5
Germania	35,8	5,9	72,4
Gran Bretagna	36,1	-3,4	61,2
Irlanda	40,8	-8,5	80,9
Olanda	54,5	8,2	56,9
Finlandia	58,7	2,0	73,9
Danimarca	65,9	18,3	81,1
Svezia	67,3	4,6	74,9
EUROPA DEI 15	38,6	2,2	64,0
TOTALE/MEDIA DIFFERENZA ITALIA-EUROPA DEI 15	-6,8	-6,7	-21,5

¹Nel 1999 la fiducia nei connazionali è stata rilevata solo in cinque Paesi dell'Europa dei 15: Austria, Germania, Italia, Lussemburgo e Gran Bretagna

²Lo scarto percentuale è stato calcolato tra il 2008 e il 1999

Fonte: elaborazione su dati European values study (EVS) e World values survey (WVS)

Anche la religione può essere considerata un'altra determinante che ha degli importanti effetti sulla fiducia.

A tal proposito, nel 2002, gli economisti Guiso, Sapienza e Zingales, hanno svolto uno studio che esamina l'influenza della religione sugli atteggiamenti economici della gente.

I risultati di questo loro lavoro attestano che le persone credenti si fidano maggiormente delle altre persone.

Le persone credenti hanno anche una maggiore fiducia nel sistema giuridico e nel governo, e sono meno disposte a trasgredire la legge.

Quindi la religione ha solitamente un impatto positivo sugli atteggiamenti che producono una crescita della fiducia. L'unica eccezione che i tre autori rilevano è che le persone religiose tendono ad essere più razziste rispetto agli altri individui¹⁰⁰.

Nell'esaminare le determinanti legate al concetto di fiducia, utile può essere prendere in considerazione il gioco del *dilemma del prigioniero*.

Figura 3.8: Il dilemma del prigioniero

B \ A	Confessa	Tace
Confessa	(5 , 5)	(20 , 0)
Tace	(0 , 20)	(1 , 1)

Fonte: sito Treccani

¹⁰⁰ Guiso L., Sapienza P., Zingales L., *People's opium? The economic effect of religion*, Citeseer, 2002, pp. 1-62

Il primo giocatore, essendo mosso dal dubbio che il secondo giocatore, complice del reato tanto quanto lui, possa tradirlo e confessare, è portato a confessare lui stesso per primo, con lo scopo di tutelarsi.

L'individuo, in generale, agisce in questo modo per due motivazioni:

1. perché ha fiducia nel suo complice e lo ritiene incondizionatamente non-cooperativo, così facendo massimizza la sua posizione confessando;
2. perché non si fida del complice, in quanto ritiene molto probabile la sua confessione, e così peggiorerà la sua posizione, ed è portato a confessare lui stesso.

Se i due giocatori hanno fiducia l'uno dell'altro e confessano entrambi, tutti e due trarrebbero maggiori benefici, ma la sfiducia e il dubbio verso l'altro, portano, entrambi i giocatori, a rendere dominante la strategia della confessione (equilibrio di Nash) rispetto a quella di non collaborare, come è ben spiegato dalla Teoria dei Giochi.

Quindi, la mancanza di fiducia verso le altre persone e la paura di essere truffati, spinge l'individuo a tenere un comportamento egoistico anche a costo di non ottenere dei benefici (in quanto comportandosi in modo individualista difficilmente se ne possono ottenere) o addirittura di subire delle perdite.

La tendenza a favorire comportamenti non altruisti rispetto alla cooperazione deriva dalla percezione di una certa diffidenza e incertezza che solitamente le persone provano verso gli altri.

Questi sentimenti, che si possono ritrovare in quasi tutti i rapporti sociali, fanno avvertire la collaborazione alla stregua di un rischio, in quanto essa viene a dipendere dalla volontà ignota di altri individui.

L'essere umano nel tenere un comportamento egoistico cerca, in tal modo, di eliminare questa incognita.

Anche se in una collettività la fiducia e la collaborazione reciproca di base sono inevitabili, esistono sempre delle situazioni in cui le persone scelgono se collaborare o meno con gli altri.

La fiducia, solitamente, è un atteggiamento che produce sicurezza e tranquillità, condizioni emotive direttamente legate al sentirsi felici, come indica il World Happiness Report 2020¹⁰¹.

Il ricercatore italiano Diego Gambetta, nello studio effettuato negli anni 2000 sostiene l'importanza di favorire la comunicazione tra le persone per riuscire a trovare, velocemente, una soluzione ai problemi che si pongono davanti.

Se una persona ha delle ottime ragioni per collaborare, può illustrarle cercando di conquistare, così, la fiducia di un altro individuo con il quale sta interagendo, mentre quest'ultimo sarà spinto a fare lo stesso a sua volta.

In questo modo la collaborazione può divenire salda e reciproca, infatti: "per agire in collaborazione è necessario non solo che il singolo si fidi degli altri, ma anche che gli altri abbiano fiducia nel singolo"¹⁰².

3.4. Il rischio connesso alla fiducia

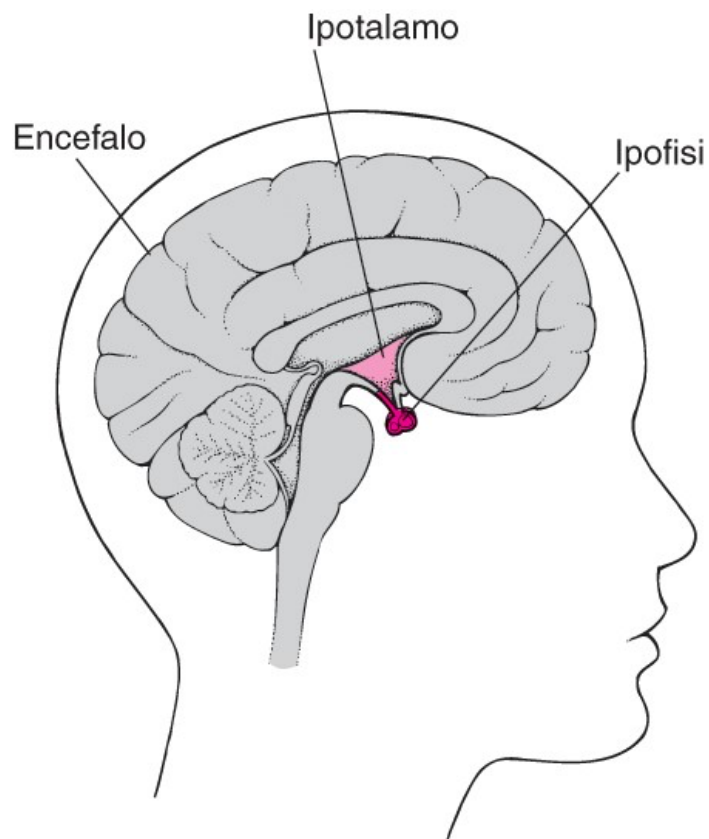
Alcuni recenti studi comportamentali hanno permesso di acquisire una più profonda comprensione dei meccanismi neurali alla base della fiducia e di una sua eventuale violazione, evidenziando come il neuro peptide ossitocina, un ormone prodotto nell'ipotalamo e secreto dalla neuroipofisi, una struttura

¹⁰¹ Helliwell J. F., Layard R., Sachs J. D., De Neve J. E., *Environments for Happiness: An Overview*, World Happiness Report, 2020, pp. 10-190

¹⁰² Gambetta D., *Can we trust?*, Trust: Making and Breaking Cooperative Relations, 2000, Cap. 13, pp. 213-237

anatomica posta alla base dell'encefalo, aumenti la fiducia tra gli esseri umani¹⁰³.

Figura 3.9: La creazione della fiducia nel cervello umano



Fonte: sito Wikipedia

Gli autori di questa ricerca hanno esaminato i circuiti neurali del comportamento fiducioso confrontando un campione di individui, ad una parte dei quali è stata fatta una somministrazione intra-nasale di ossitocina attraverso una risonanza magnetica funzionale (fMRI).

¹⁰³ Baumgartner T., Heinrichs M., Vonlanthen A., Fischbacher U., Fehr E., *Oxytocin shapes the neural circuitry of trust and trust adaptation in humans*, Neuron, 2008, Vol. 58 (4), pp. 639-650

I soggetti che hanno assunto l'ossitocina non mostrano alcun cambiamento nel loro comportamento di fiducia anche dopo aver appreso che la loro fiducia era stata violata più volte, mentre per l'altro gruppo di individui diminuisce la fiducia.

Questa differenza di comportamento è associata ad una riduzione specifica nell'attivazione della quantità di neuro peptide ossitocina nell'ipofisi, suggerendo che i sistemi neurali che mediano l'elaborazione della paura e gli adattamenti comportamentali alle informazioni di feedback modulano l'effetto dell'ossitocina sulla fiducia.

Una violazione della fiducia può avere conseguenze molto diverse a seconda della natura della relazione in cui essa si verifica.

Nel 2013 i ricercatori americani Schilke, Reimann e Cook, scoprono una delle caratteristiche chiave che influisce sul recupero del rapporto di fiducia: attraverso la loro indagine hanno stabilito che un rapporto di fiducia di lunga data, prima di una sua violazione, ha come effetto comportamentale il risanamento del rapporto.

Gli autori con un esperimento di neuroimaging¹⁰⁴, riescono a fornire la prova che questo effetto comportamentale è possibile a causa dell'attivazione differenziale di due sistemi cerebrali: il sistema C (costituito dalla corteccia cingolata anteriore e dalla corteccia frontale laterale) ed il sistema X (formato dalla corteccia temporale laterale).

Il processo decisionale, dopo le prime violazioni della fiducia, coinvolge le strutture del sistema cognitivo sociale controllato, il sistema C, mentre dopo ulteriori violazioni, impegna le strutture del sistema automatico di cognizione sociale, il sistema X¹⁰⁵.

¹⁰⁴ Con il termine *neuroimaging*, o *imaging cerebrale*, si intende la mappatura della struttura e della funzione del sistema nervoso, attraverso l'uso di varie tecniche scientifiche.

¹⁰⁵ Schilke O., Reimann M., Cook K. S., *Effect of relationship experience on trust recovery following a breach*, Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America, 2013, Vol. 110 (38), pp. 15236-15241

La fiducia, come la possibilità di un suo eventuale tradimento, è onnipresente in tutte le società umane.

Tuttavia, va sottolineato come esista realmente la possibilità di un potenziale miglioramento del benessere, fidandosi di qualcuno e contrastando il possibile rischio legato al tradimento della fiducia.

Per lo studioso italiano Vittorio Pelligra, il rischio che si deve affrontare in un rapporto di fiducia è totalmente diverso da altre tipologie di rischio, ad esempio, quello presente nel gioco d'azzardo, in quanto in una relazione non si fa riferimento all'incertezza che deriva dall'imprevedibilità di eventi naturali (come succede nel gioco d'azzardo o quando si fanno investimenti in Borsa), ma "all'incertezza legata all'impossibilità del controllo del comportamento di soggetti dotati di libero arbitrio"¹⁰⁶.

Nel contesto storico attuale, in cui è presente una grande tendenza ad usare piattaforme online per effettuare investimenti ed acquisti, questa metodologia di compravendita non aiuta.

Anche se da un lato queste piattaforme di scambio permettono di soddisfare sempre più le preferenze degli individui, dall'altro presentano un elevato prezzo da pagare, in quanto è necessario fidarsi di sconosciuti che operano lontani da noi e di cui non è mai nota l'identità.

Nel 2004 Eckel e Wilson, due ricercatori americani, hanno posto il problema se esiste una correlazione tra rischio e fiducia, cercando di individuare, attraverso un'analisi empirica, se la decisione di fidarsi corrisponde ad una scommessa rischiosa¹⁰⁷.

Entrambi sostengono che in un rapporto di fiducia il rischio ricade sempre sul soggetto che per primo offre un bene od un servizio ad un altro individuo, in quanto non ha la certezza che quest'ultimo gli restituirà un determinato valore

¹⁰⁶ Pelligra V., *I Paradossi della Fiducia. Scelte Razionali e Dinamiche Interpersonali*, il Mulino, 2007, p. 38

¹⁰⁷ Eckel C. C., Wilson R. K., *Is trust a risky decision?*, *Journal of Economic Behaviour & Organization*, 2004, Vol. 55 (4), pp. 447-465

monetario, corrispondente al bene o al servizio offerto: se un individuo, chiamato A, deve concedere un prestito ad un altro individuo, chiamato B, in assenza di sicurezza che “B” sia in grado di ripagare il debito, l’individuo A deve fidarsi dell’altro soggetto, rischiando e procedendo con il prestito.

Dello stesso parere sono anche Cook e Cooper, due studiosi inglesi che, in una loro ricerca del 2003, asseriscono che la fiducia è simile al gioco del dilemma del prigioniero, svolto in maniera sequenziale.

Gli autori sono concordi sul pensiero che il rischio ricade sull’individuo che, per primo, deve scegliere di fidarsi dell’altro e cooperare con lui.

Al secondo individuo, invece, rimane soltanto la scelta se ricambiare la fiducia accordatagli dal primo, lasciando tutto il rischio in capo al primo soggetto, che non sa se verrà ricambiato della fiducia riposta.

Eckel e Wilson, in un altro studio sempre del 2003, mettono in evidenza che gli individui percepiscono la fiducia come un problema di giudizio e non come un problema di rischio.

La scelta se fidarsi o meno di un determinato soggetto viene considerata come la capacità di capire se la controparte è meritevole di fiducia e non come l’assunzione del rischio di non essere in grado di prevedere se ci sarà un ricambio: “la gente è fiera della propria capacità di comprendere gli altri soggetti e di riuscire a intuirne le intenzioni, capendo se qualcuno sia affidabile o meno”¹⁰⁸.

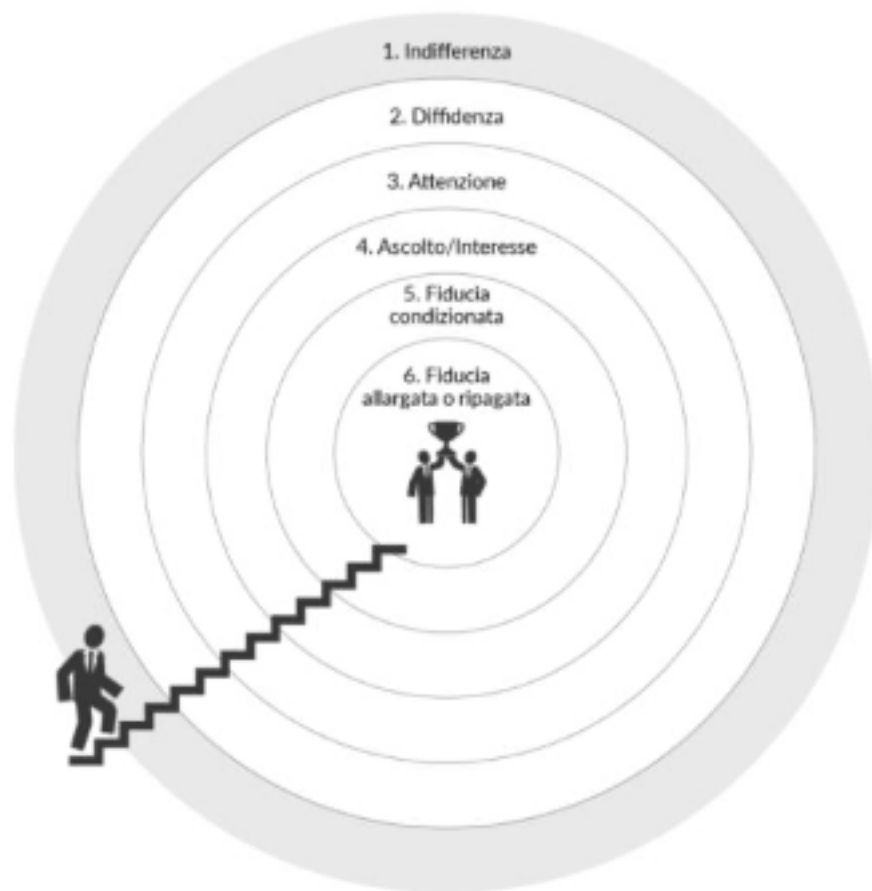
Gli studiosi Monti, Pelligra, Martignon, Berg, nel 2014, indagano sui fattori che influenzano la fiducia dei risparmiatori quando essi si rivolgono ai propri consulenti finanziari per prendere delle decisioni che riguardano il loro portafoglio.

¹⁰⁸ ikson C. C., Wilson R. K., *The human face of game theory: Trust and reciprocity in sequential game*, Trust and reciprocity: Interdisciplinary lessons from experimental research, 2003, pp. 1-69

I risultati, esposti in un articolo pubblicato sul Journal Business Research¹⁰⁹, rivelano che i risparmiatori non esperti ripongono molta fiducia nei confronti dei loro consulenti.

La formazione della fiducia si basa, sostanzialmente, sullo stile di comunicazione dell'advisor, il quale propone decisioni di investimento al cliente e deve dimostrare di essere meritevole di fiducia.

Figura 3.10: Il cerchio della fiducia



Fonte: diariodiunconsuelnte.it

¹⁰⁹ Monti M., Pelligra V., Martignon L., Berg N., *Retail investors and financial advisors: New evidence on trust and advice taking heuristics*, Journal of Business Research, 2014, Vol 67 (8), pp. 1749-1751

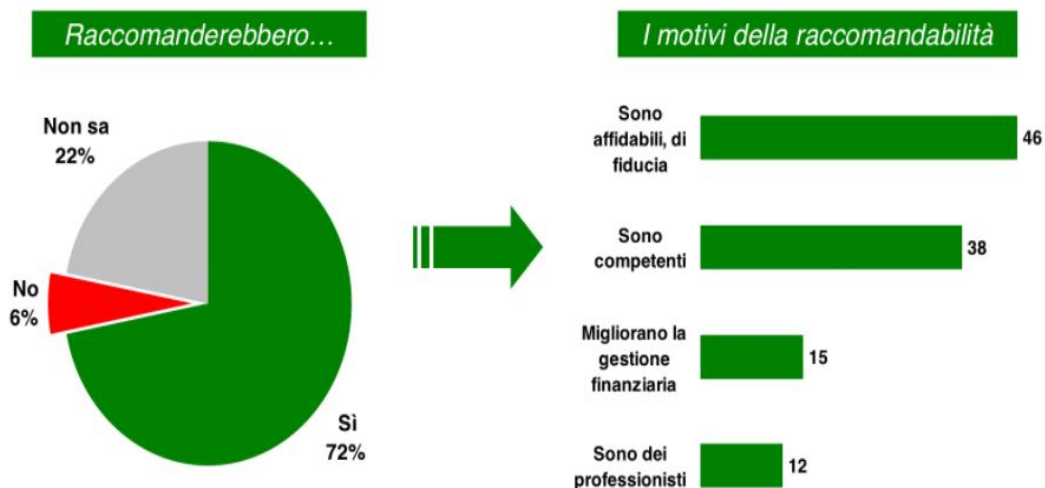
La fiducia basata su segnali semplici ed onesti può essere interpretata in modo razionale e favorevole dall'investitore.

Anche l'umorismo può influire favorevolmente sulla creazione di un rapporto di fiducia cliente-consulente, nonostante il settore finanziario sia sempre stato visto e percepito come un ambiente conservatore, antiquato e noioso.

Due studiosi francesi, Bergeron e Vachon, nel 2008 provano ad esaminare gli effetti dell'utilizzo dell'umorismo da parte dei consulenti finanziari sui diversi risultati delle prestazioni di vendita.

Scoprono che l'uso dell'umorismo da parte di un consulente finanziario ha un impatto positivo sulla percezione dei clienti rispetto alla qualità del servizio, della fiducia, della soddisfazione e incentiva maggiormente lo strumento del passaparola¹¹⁰.

Figura 3.11: Uморismo e raccomandazione



Fonte: sito Il Sole 24 Ore

¹¹⁰ Bergeron J., Vachon M. A., *The effects of humor usage by financial advisors in sales encounters*, International Journal of Bank Marketing, 2008, Vol. 26 (6), pp. 1-23

Le decisioni di investimento di un portafoglio sembrano dipendere, considerando quanto detto, più dalle percezioni che hanno gli investitori circa il loro rapporto di fiducia con il consulente, piuttosto che dalle caratteristiche di rischio e di rendimento proprie degli investimenti.

CAPITOLO 4: IL PUNTO DI VISTA DEI CONSULENTI FINANZIARI E DEI LORO CLIENTI: UN'ANALISI EMPIRICA

4.1. Introduzione

Questo capitolo ha l'obiettivo di indagare quali siano i fattori che influenzano direttamente il rapporto di fiducia che si viene a creare tra il consulente finanziario ed il risparmiatore e comprendere i motivi che spingono gli investitori alla partecipazione al mercato finanziario.

Partendo dallo studio della letteratura economica, sul tema della consulenza finanziaria, analizzata nei capitoli precedenti, risulta chiaro che questo servizio abbia un'enorme importanza per introdurre gli individui all'interno del mondo finanziario e per guidarli verso una gestione del proprio patrimonio più efficiente, razionale e meno rischiosa, grazie alla diversificazione degli strumenti finanziari.

Attraverso la somministrazione di un questionario a partire dal mese di agosto e fino al 5 di settembre 2021 (in una finestra temporale, quindi, di circa 1 mese), grazie alla collaborazione avvenuta tra l'università Ca' Foscari di Venezia e l'agenzia di Venezia di Banca Mediolanum, è stata realizzata un'attenta analisi empirica, assumendo come prospettiva il punto di vista dei clienti e dei loro consulenti.

Il questionario, composto da trentacinque domande, è stato distribuito a circa cento clienti, in particolare ad un campione di 30/35 clienti, individuati direttamente dagli stessi tre professionisti dell'istituto bancario in questione, che si sono resi disponibili anche per un'intervista.

Il questionario utilizzato, svolto completamente in maniera anonima, si suddivide essenzialmente in cinque sezioni: la prima riguarda la propensione al rischio di ciascun individuo e utilizza scale volte a quantificare il livello di *risk*

tolerance oggettiva e soggettiva ¹¹¹, la seconda misura i tratti prevalenti della personalità (estroversione, amicalità, coscienziosità, stabilità emotiva e apertura alle nuove esperienze - i cosiddetti Big Five)¹¹², la terza analizza il livello di alfabetizzazione finanziaria¹¹³, la quarta i ruoli attribuiti al consulente finanziario e, infine, si considera l'impatto avuto dalla pandemia da Covid-19 sui risparmiatori. Il questionario si conclude con la raccolta delle informazioni demografiche dei vari clienti, cioè le informazioni personali relative a coloro che hanno partecipato.

In totale sono stati raccolti 92 questionari anonimi, in particolare 34 clienti del consulente 1, 26 clienti del consulente 2 e 32 clienti del consulente 3, al fine di indagare i principali fattori che stanno alla base del rapporto di fiducia tra professionista e risparmiatore, cercando di comprendere le caratteristiche individuali del cliente che incidono nella scelta di uno specifico consulente.

Contestualmente alla somministrazione del questionario è stata svolta, inoltre, un'intervista ai tre financial advisors coinvolti nello studio, con lo scopo di valutare il loro punto di vista relativo al rapporto instaurato con i clienti, ai punti di forza propri e dell'istituto bancario per il quale lavorano ma, soprattutto, per rilevare eventuali disallineamenti tra la percezione e i bisogni dei clienti e le percezioni dei consulenti.

¹¹¹ Kahneman D., Tversky A., *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, *Econometrica*, 1979, Vol. 47 (2), pp. 263-292

¹¹² Gosling S. D., Rentfrow P. J., Swann W. B. J., *A very brief measure of the Big-Five personality domains*, *Journal of Research in Personality*, 2003, Vol. 37 (6), pp. 504-528

¹¹³ Van Rooij M., Lusardi A., Alessie R., *Financial literacy and stock market participation*, *Journal of Financial economics*, 2011, Vol. 101, pp. 449-472

4.2. Le interviste ai consulenti

L'intervista effettuata ai tre consulenti finanziari¹¹⁴ che si sono resi disponibili per la realizzazione di questo studio si è svolta in parte in presenza, presso l'agenzia di Venezia, in parte telefonicamente, registrando (consensualmente) quanto veniva detto e poi trascrivendo tutto manualmente.

Inizialmente sono state poste delle domande generali sull'esperienza professionale e sul percorso che li ha condotti in Banca Mediolanum; successivamente sono state poste alcune domande legate al rapporto stabilito con i propri clienti, per esempio quali ritengono essere i loro punti di forza e quali le loro debolezze su cui, invece, hanno dovuto lavorare maggiormente, oppure come riescono a capire di aver ottenuto la fiducia da parte di un cliente e, infine, è stato chiesto loro di analizzare quanto conta, nella creazione del rapporto di fiducia, la solidità e l'efficienza della struttura bancaria presa in considerazione.

Per entrare nel dettaglio delle risposte raccolte, per quanto riguarda l'esperienza professionale, alla domanda "Da quanti anni lavora nel settore banca e/o consulenza finanziaria?"¹¹⁵, la risposta data dai professionisti ha evidenziato che tutti e tre gli advisors lavorano in questo settore da un periodo di tempo piuttosto lungo, superiore a 20 anni (33, 22 e 32 anni rispettivamente per il consulente 1, 2 e 3).

Evidente è il disallineamento, invece, per quanto riguarda la durata del tempo di svolgimento dell'attività di consulente ed il percorso seguito per essere assunti dall'istituto bancario preso in considerazione.

Il consulente 2 ha cominciato a lavorare nel settore banca/consulenza finanziaria praticamente da subito (da 22 anni nel settore, da 21 anni in Mediolanum), attraverso una chiamata diretta, dichiarando "... è stata una

¹¹⁴ La traccia dell'intervista semi-strutturata è riportata in Appendice 1

¹¹⁵ La traccia dell'intervista semi-strutturata è riportata in Appendice 1

scelta fortuita lavorare per questa banca, che si è rivelata decisamente una scelta davvero azzeccata...”.

Il percorso dei consulenti 1 e 3, invece, è diverso: lavorare per la banca attuale è stata una scelta voluta, anche se in tempi molto distanti, infatti il consulente 3 è un dipendente abbastanza “giovane”, in quanto lavora per questo istituto bancario da soli sette anni, mentre il consulente 1, da circa 31 anni.

La loro assunzione è avvenuta, per entrambi, successivamente ad una serie di colloqui e referenze (di conoscenti per il consulente 1, di professionisti del settore per il consulente 3).

Tutti e tre i professionisti hanno da 300 a 400 clienti ciascuno, ma questi hanno una diversa classificazione del rispettivo portafoglio: per il consulente 2 il 28% è Smart Basic e il 72% Privilege; il consulente 1 ha, invece, il 53% Smart Basic e il 47% Privilege; il consulente 3 ha l’82% dei clienti Smart Basic e il restante 18% Privilege.

La suddivisione in categorie, stabilite dalla banca, prende in considerazione i diversi livelli patrimoniali:

- un cliente *Smart Basic* detiene un portafoglio gestito inferiore a 100.000 euro
- un cliente *Privilege* possiede un portafoglio gestito superiore a 100.000 euro.

Dalle interviste è emerso come i clienti dei diversi advisors che lavorano nella filiale di Venezia vengano allocati soprattutto tramite conoscenze e referenze (circa il 65%), in misura minore grazie ad un’acquisizione spontanea (il 25%) e marginalmente (il 10%) in seguito al pensionamento di altri consulenti.

Considerando la parte dell’intervista relativa al rapporto con i clienti, i professionisti sono allineati e rispondono con fermezza che i loro punti di forza nel costruire un rapporto duraturo sono la sincerità, la trasparenza, la chiarezza, la semplicità, l’empatia e la serietà professionale.

Il consulente 2 sottolinea che è molto importante creare curiosità nel risparmiatore e risolvere quello che spesso il cliente definisce “un problema”.

Interessante sono le risposte date alla domanda “Come fa a capire se un cliente si fida di lei?”¹¹⁶.

Il consulente 1 sostiene che la fiducia risulta riposta quando il cliente accetta quanto gli viene proposto e, in particolare il rapporto si rivela molto positivo quando diventa piacevole il reciproco sentirsi e vedersi.

Il secondo advisor precisa, invece, che una grande dimostrazione di fiducia nei suoi confronti si ha quando l’individuo in questione concede l’intero patrimonio, cioè affida tutto quello che possiede ad un unico istituto bancario. Egli sostiene, inoltre, che anche se la banca che egli rappresenta garantisca sempre un appoggio, le conoscenze e gli strumenti adeguati per essere sempre efficienti, la relazione con il cliente è fondamentale e, nonostante non sempre si riesca a dedicare a tutti la stessa quantità di tempo, bisogna essere bravi a gestire le varie dinamiche che si possono creare.

Le risposte date dal terzo professionista concordano con entrambe le precedenti ma, in aggiunta, egli precisa che diventa comprensibile il grado di fiducia che il cliente ripone nel consulente, quando questo raccomanda e presenta altri suoi conoscenti oppure quando inizia a chiedere dei consigli anche al di fuori del rapporto bancario.

Alla domanda: “Quanto pensa che conti nel rapporto di fiducia che la struttura bancaria, per la quale lei lavora, sia solida?”¹¹⁷, le risposte sono tutte concordi nel sottolineare come sia di fondamentale importanza avere un binomio vincente (banca e consulente finanziario) poiché, come sottolinea il consulente 3, questo aiuta molto nell’acquisizione di nuovi clienti, mentre quelli già acquisiti sono rasserenati dal fatto che dietro al consulente ci sia una banca solida e, nel caso analizzato, anche trasparente, in quanto investe molto nella

¹¹⁶ La traccia dell’intervista semi-strutturata è riportata in Appendice 1

¹¹⁷ La traccia dell’intervista semi-strutturata è riportata in Appendice 1

comunicazione e nella pubblicità, rendendo noti i dati della banca, della solvibilità e del rating.

A conclusione dell'intervista, l'ultima domanda posta è stata la seguente: "In quale ordine metterebbe questi tre ruoli che lei svolge per il cliente: educatore finanziario, fornitore di supporto emotivo e professionista che consente di avere accesso agli investimenti migliori?"¹¹⁸.

Il consulente 1 e 2 sono d'accordo nel mettere il ruolo di fornitore di supporto emotivo al primo posto, perché sostengono che gestire la parte emotiva del cliente sia l'aspetto più complicato, ritengono che il risultato di un investimento conti meno rispetto all'emotività del cliente; al secondo posto mettono entrambi il ruolo dell'educatore finanziario e, infine, la figura del professionista che consente di avere accesso ad investimenti migliori.

Il terzo advisor diversamente, mette il compito di educatore finanziario al primo posto e al secondo posto la funzione di fornitore di supporto emotivo.

Egli è dell'idea che abbia maggior importanza un'ottima conoscenza finanziaria, e a seguire debba essere considerato il lato emotivo, in quanto prima deve essere scelto il percorso di investimento e poi, immediatamente dopo, va indirizzata l'emotività per evitare di farsi prendere dal panico o distrarsi da altri fattori non razionali. Per ultimo pone la figura del professionista che consente di avere accesso ad investimenti migliori, in quanto i prodotti sono disponibili anche per altre reti commerciali. È interessante, quindi, notare come il ruolo del professionista sia considerato all'ultimo posto da tutti e tre i consulenti.

¹¹⁸ La traccia dell'intervista semi-strutturata è riportata in Appendice 1

4.3. Il questionario clienti

Al fine di fornire una visione completa sulle caratteristiche dei partecipanti al questionario, si prende in considerazione prima di tutto l'ultima parte del questionario, la sezione relativa alle caratteristiche socio-demografiche dei clienti.

L'analisi descrittiva permette di fornire un quadro generale in riferimento alla composizione del campione esaminato, in particolare vengono analizzate le informazioni riguardante il genere, l'età, la durata del rapporto con il consulente e con l'istituto bancario in questione, il livello di istruzione del gruppo dei partecipanti, la professione e il reddito medio annuo.

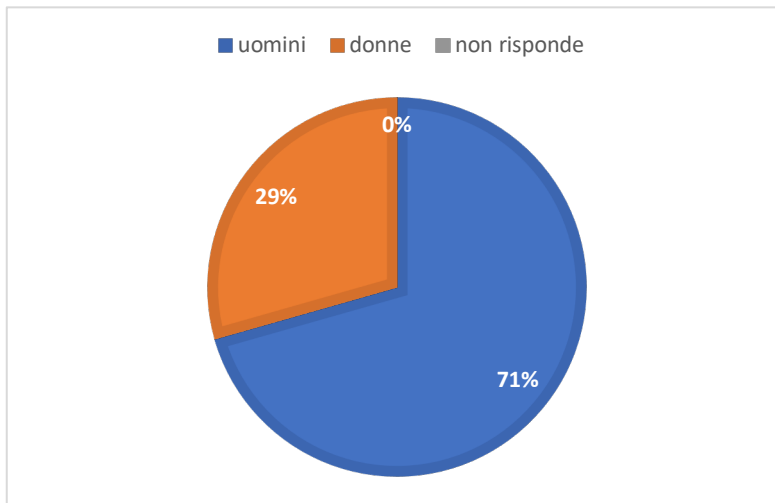
4.3.1. Demografiche

Come si può notare dalla figura 4.1, dei 34 clienti del consulente 1 a cui è stato sottoposto il questionario, il 71% è di sesso maschile (24) ed il rimanente 29% di sesso femminile (10).

Per quanto riguarda il consulente 2 (figura 4.2), il 54% dei clienti risulta di sesso maschile, il 42% di sesso femminile e un solo partecipante non vuole esprimersi.

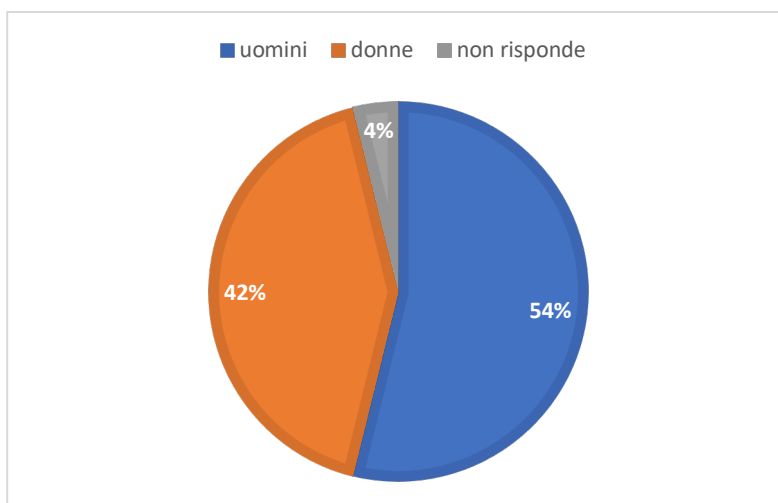
Il gruppo del consulente 3, come per gli altri professionisti considerati, è di prevalenza maschile, precisamente per il 53%, contro il 44% di donne. Un solo partecipante preferisce non rispondere (figura 4.3).

Figura 4.1: Genere – clienti consulente 1



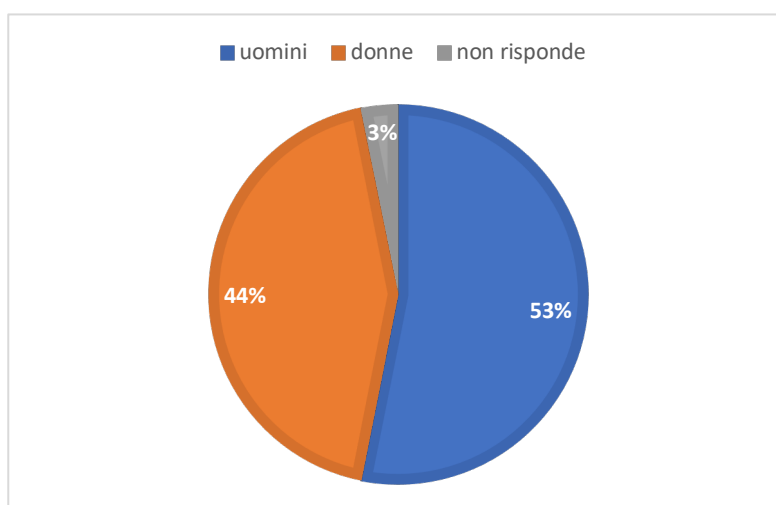
Fonte: Elaborazione personale

Figura 4.2: Genere – clienti consulente 2



Fonte: Elaborazione personale

Figura 4.3: Genere – clienti consulente 3



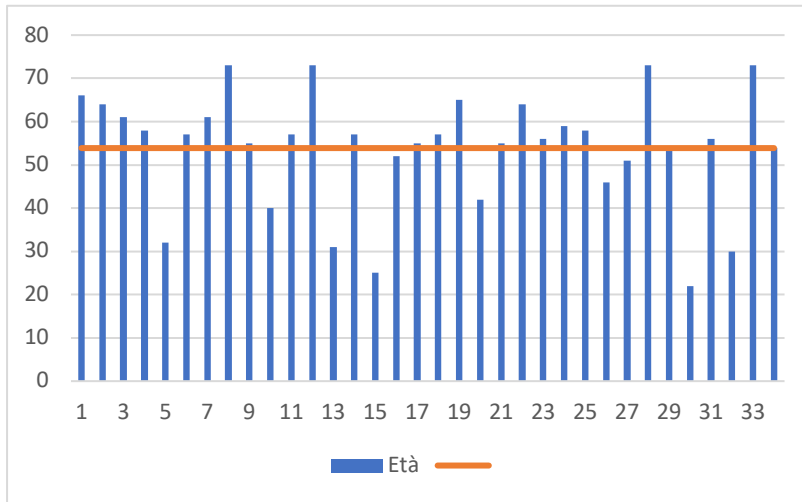
Fonte: Elaborazione personale

Per quanto riguarda l'età media, la figura 4.4 mette in evidenza come il campione dei clienti del consulente 1 sia composto da persone con un'età media di 53,88 anni (54,29 anni per i 24 uomini e 52,9 anni per le 10 donne).

L'età media dei clienti, invece, del consulente 2, risulta pari a 48 anni (47,64 anni per le 14 persone di genere maschile e 45,36 anni per le 11 persone di genere femminile), media leggermente inferiore a quella del gruppo del consulente 1.

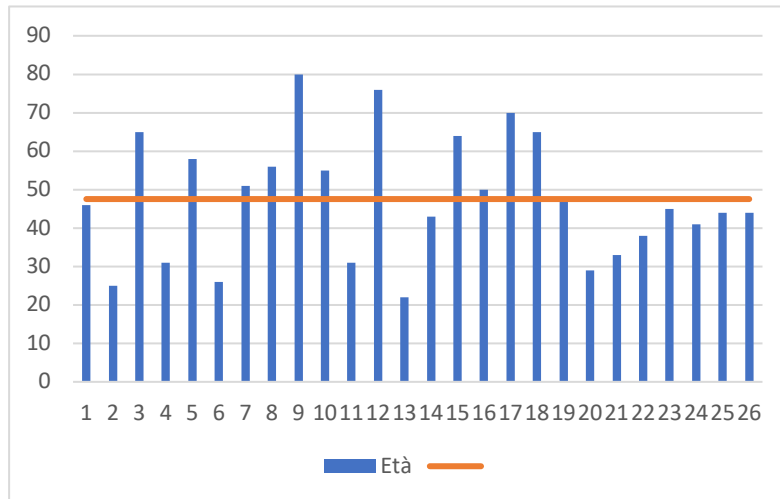
Corrisponde all'età media dei clienti del consulente 2 la media dell'età dei clienti del terzo professionista: l'età media di circa 48 anni risulta esattamente pari a 45,29 anni per i 17 maschi e 51,86 anni per le 14 femmine.

Figura 4.4: Età – clienti consulente 1



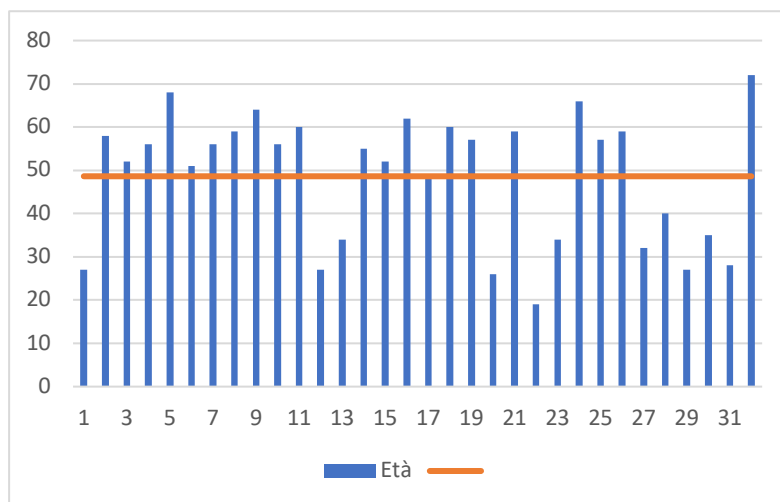
Fonte: Elaborazione personale

Figura 4.5: Età – clienti consulente 2



Fonte: Elaborazione personale

Figura 4.6: Età – clienti consulente 3

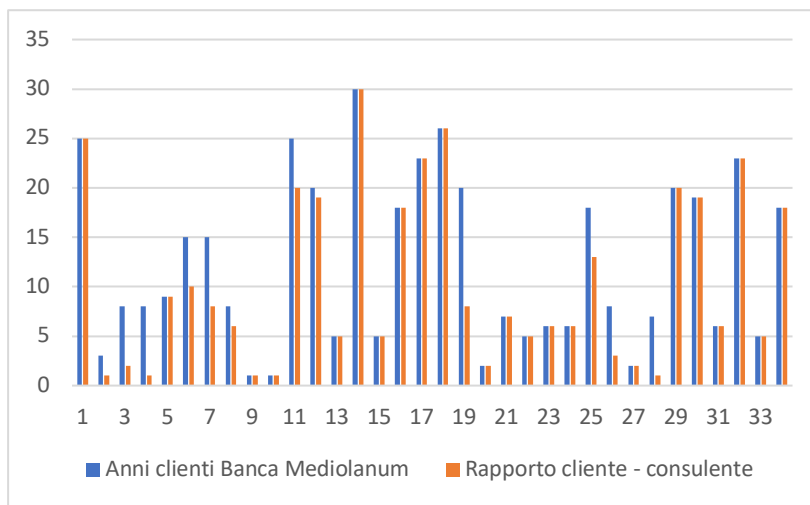


Fonte: Elaborazione personale

Il gruppo di clienti del consulente 1, mediamente, risulta legato da poco più di 12 anni (per la precisione 12,26 anni) all'istituto bancario considerato.

Per quanto riguarda, invece la durata del rapporto con il consulente finanziario 1, si nota che essi sono legati da molto tempo all'advisor considerato: molto spesso sono clienti dallo stesso tempo sia del professionista che della banca. Per dare un riferimento numerico, sono legati mediamente da 10 anni al consulente, con una deviazione standard di 8. Sette clienti (il 20,5% degli intervistati) hanno, invece, un rapporto che dura da più di 20 anni, con la banca ed il consulente, indicativo di un elevato livello di fidelizzazione.

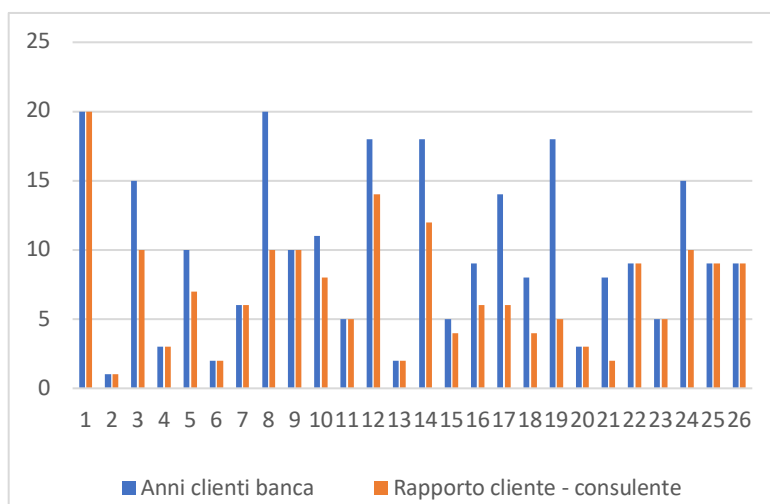
Figura 4.7: Anni clienti Banca Mediolanum e consulente 1



Fonte: Elaborazione personale

Anche il consulente 2 ha stabilito un rapporto duraturo con i suoi clienti, infatti, come si evince dalla figura 4.8, per molti clienti la durata del rapporto, sia con la banca che con il proprio consulente, è la stessa. Mediamente sono legati all'istituto bancario da poco meno di 10 anni e al loro advisor da 7 anni, con sette intervistati clienti da oltre 10 anni.

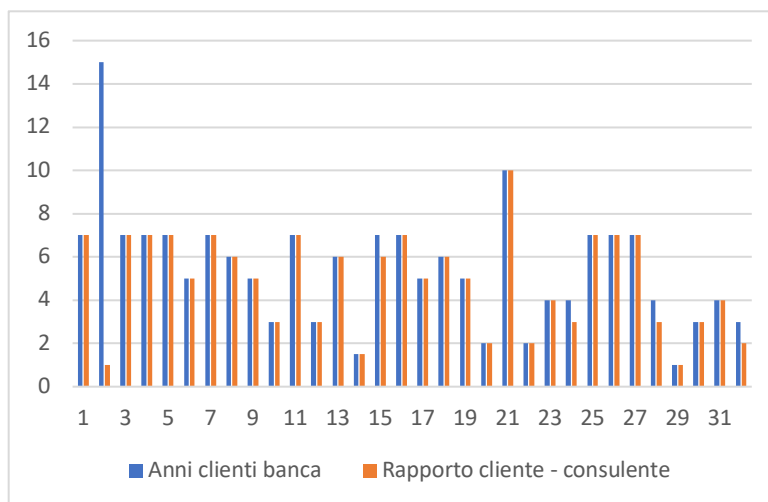
Figura 4.8: Anni clienti Banca Mediolanum e consulente 2



Fonte: Elaborazione personale

Si può notare ancora di più, considerando il terzo professionista e la figura 4.9, come il rapporto cliente Banca Mediolanum e cliente/consulente, sia ben consolidato e duraturo, nonostante la sua recente entrata presso l'istituto bancario in questione. Tranne qualche eccezione, infatti, l'intero campione preso in esame, risulta avere un legame pari ad un numero di anni uguale per entrambi i casi, infatti, gli intervistati risultano mediamente clienti della banca da 5,45 anni e da 4,89 del consulente 3.

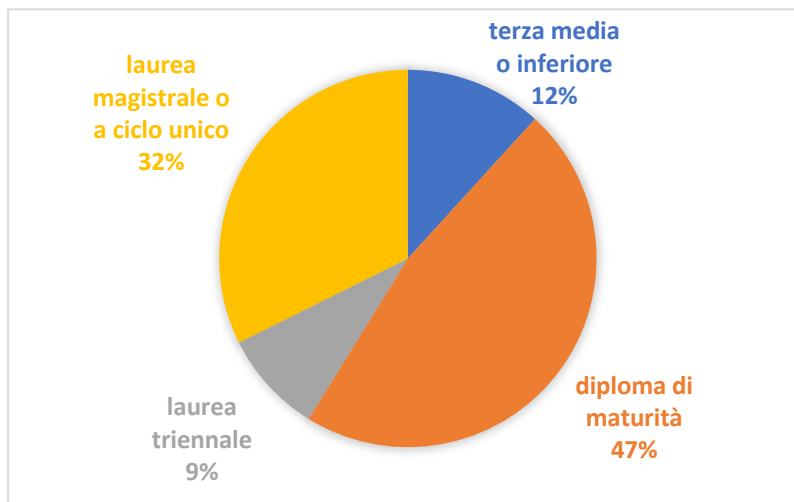
Figura 4.9: Anni clienti Banca Mediolanum e consulente 3



Fonte: Elaborazione personale

Per quanto riguarda il livello di istruzione dei clienti del consulente 1, esso risulta abbastanza omogeneo tra il numero di chi ha conseguito un diploma di maturità (pari al 32% dei partecipanti, 11 persone) e di chi, invece, un diploma di laurea magistrale (pari al 47%, 14 individui). Solo il 12% presenta una licenza media o inferiore.

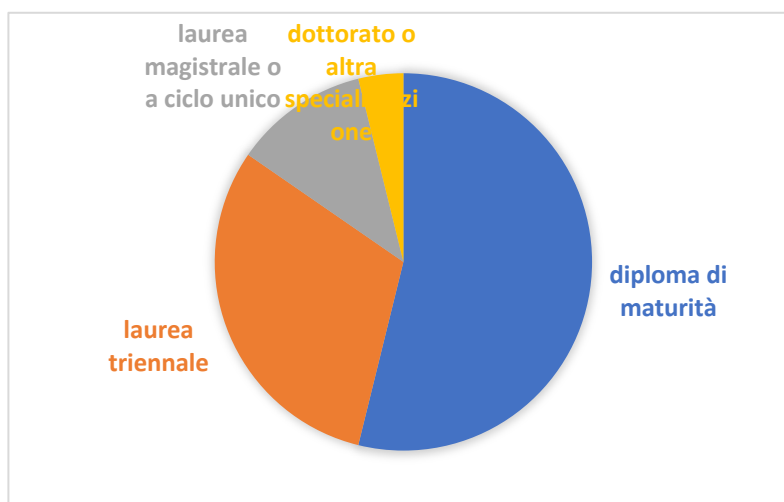
Figura 4.10: Livello di istruzione – clienti consulente 1



Fonte: Elaborazione personale

Il campione degli intervistati del consulente 2 è più disallineato e meno istruito rispetto ai clienti del consulente 1, in quanto circa il 54% dei partecipanti è in possesso di un diploma di maturità, mentre il 31% possiede una laurea triennale.

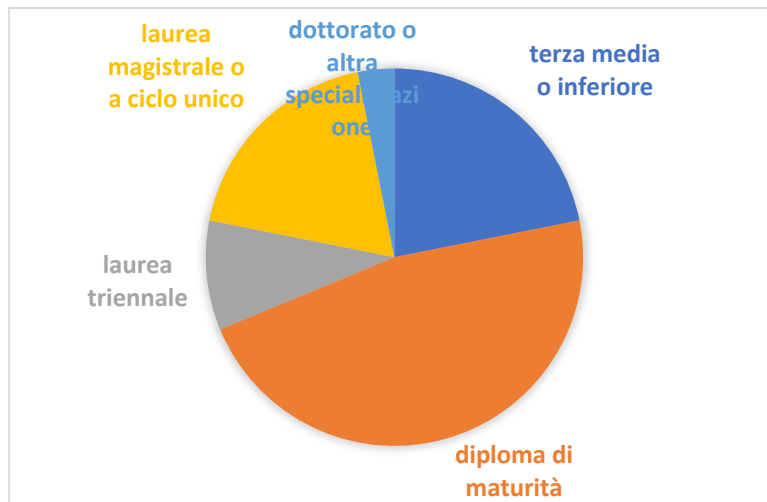
Figura 4.11: Livello di istruzione – clienti consulente 2



Fonte: Elaborazione personale

Il campione del consulente 3, invece, detiene prevalentemente un diploma di maturità, 15 intervistati su un totale di 32.

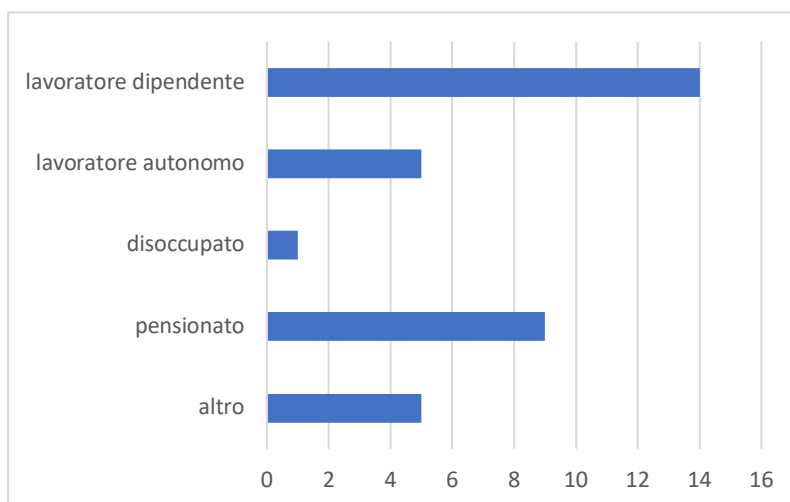
Figura 4.12: Livello di istruzione – clienti consulente 3



Fonte: Elaborazione personale

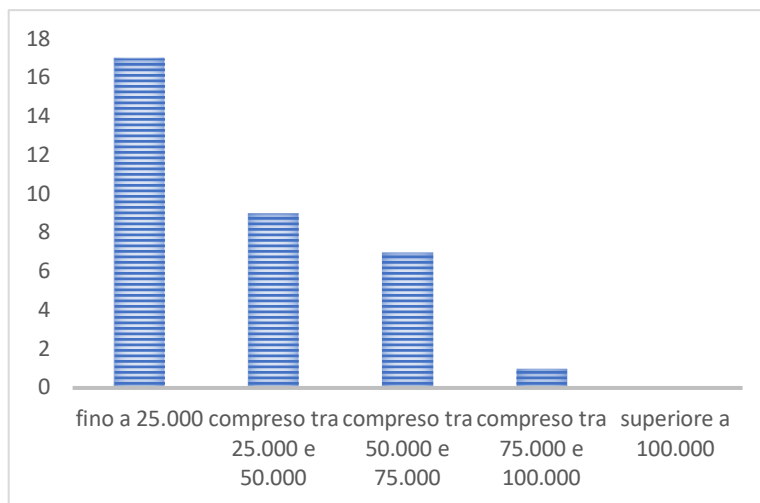
Per quanto riguarda, invece, la situazione attuale dei soggetti intervistati del consulente 1, in merito al livello di occupazione e alla fascia di reddito annuale di appartenenza, dalla figura 4.13 si può osservare come i dati siano sbilanciati verso lo stato di lavoratore dipendente o pensionato, e dalla figura 4.14 il 50% degli intervistati presenta un reddito medio annuo fino a 25.000 euro.

Figura 4.13: Situazione lavorativa - cliente consulente 1



Fonte: Elaborazione personale

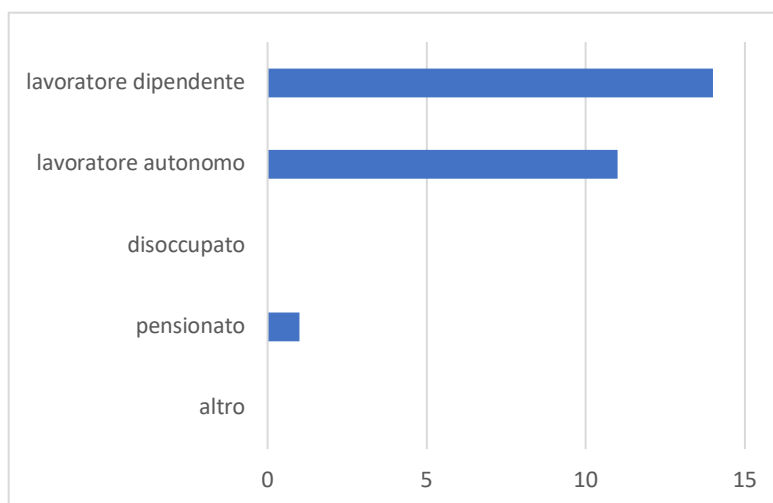
Figura 4.14: Reddito annuale – clienti consulente 1



Fonte: Elaborazione personale

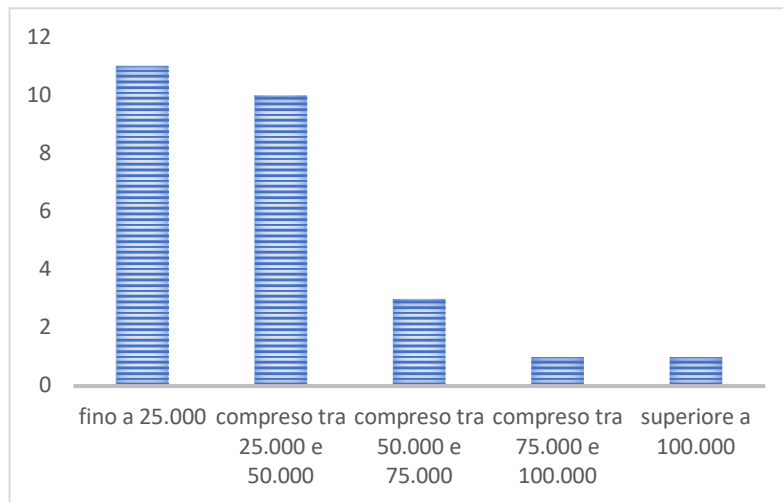
Per la quasi totalità del campione relativo al consulente 2, gli individui considerati sono dei lavoratori e si suddividono quasi in ugual misura tra lavoratori dipendenti (14) e lavoratori autonomi (11). È presente solo 1 pensionato, mentre, per quanto concerne il livello di reddito medio, i clienti si distribuiscono in modo praticamente identico tra la fascia fino a 25.000 euro (11 persone) e quella successiva, da 25.000 a 50.000 euro (10 individui).

Figura 4.15: Situazione lavorativa – clienti consulente 2



Fonte: Elaborazione personale

Figura 4.16: Reddito annuale – clienti consulente 2

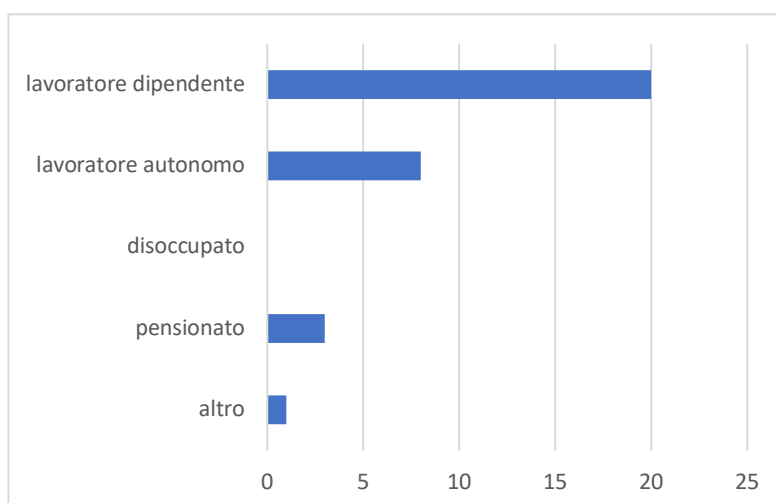


Fonte: Elaborazione personale

Nel caso, infine, dei clienti del consulente 3, la quasi totalità del campione si divide tra lavoratori dipendenti (il 63% - 20 persone), e lavoratori autonomi (il 25% - 8 persone).

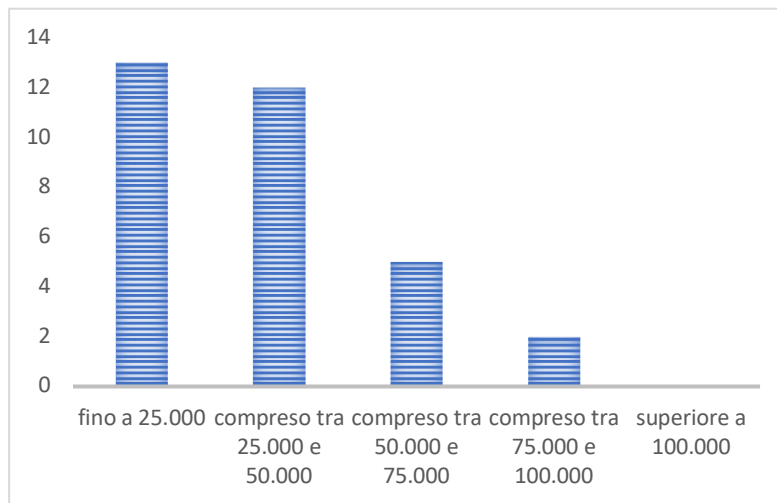
Per quanto concerne il loro livello di reddito, esso si distribuisce in modo praticamente identico tra la fascia reddituale fino a 25.000 euro, il 41%, e quella successiva, da 25.000 a 50.000 euro, il 38%.

Figura 4.17: Situazione lavorativa – clienti consulente 3



Fonte: Elaborazione personale

Figura 4.18: Reddito annuale – clienti consulente 3



Fonte: Elaborazione personale

Con lo scopo di dare una maggiore solidità statistica ai risultati descritti dalle figure riportate qui sopra, è stato applicato un test statistico ai dati ottenuti dai questionari somministrati.

In particolare, è stato utilizzato il test di Kruskal-Wallis, un metodo non parametrico che permette di incrociare i risultati di varie misure e verificare l'uguaglianza delle mediane dei diversi gruppi. Questo test prevede la presenza di due ipotesi: l'ipotesi nulla, H_0 , prevede che i campioni analizzati abbiano mediana analoga per valori di p-value maggiori di 0.05; al contrario, nel caso in cui risulti un valore inferiore, andrà rigettata l'ipotesi nulla e accettata l'ipotesi alternativa H_1 , che afferma la diversità della mediana tra i campioni considerati.

Considerando gli aspetti riguardanti il genere, l'età e il reddito annuale dei tre gruppi di clienti oggetto di studio, il test ha ottenuto dei valori di p-value sempre superiori a 0.05 e, quindi, va accettata sempre l'ipotesi nulla H_0 .

È possibile, pertanto, affermare l'omogeneità tra i gruppi di clienti considerati, convalidando la presenza di una composizione analoga rispetto al genere, all'età e al reddito annuale.

Figura 4.19: Kruskal Wallis - genere

```
. kwallis genere, by(advisor)
Kruskal-wallis equality-of-populations rank test
```

advisor	Obs	Rank Sum
1	34	1402.00
2	26	1286.50
3	32	1589.50

```
chi-squared = 2.097 with 2 d.f.
probability = 0.3504

chi-squared with ties = 2.868 with 2 d.f.
probability = 0.2384
```

Fonte: Elaborazione personale

Figura 4.20: Kruskal Wallis - età

```
. kwallis et, by(advisor)
Kruskal-wallis equality-of-populations rank test
```

advisor	Obs	Rank Sum
1	34	1791.50
2	26	1050.00
3	32	1436.50

```
chi-squared = 3.308 with 2 d.f.
probability = 0.1913

chi-squared with ties = 3.312 with 2 d.f.
probability = 0.1909
```

Fonte: Elaborazione personale

Figura 4.21: Kruskal Wallis – reddito annuale

```
. kwallis redditoannuale, by(advisor)
Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test
```

advisor	Obs	Rank Sum
1	34	1519.50
2	26	1222.50
3	32	1536.00

```
chi-squared = 0.267 with 2 d.f.
probability = 0.8751
```

```
chi-squared with ties = 0.307 with 2 d.f.
probability = 0.8577
```

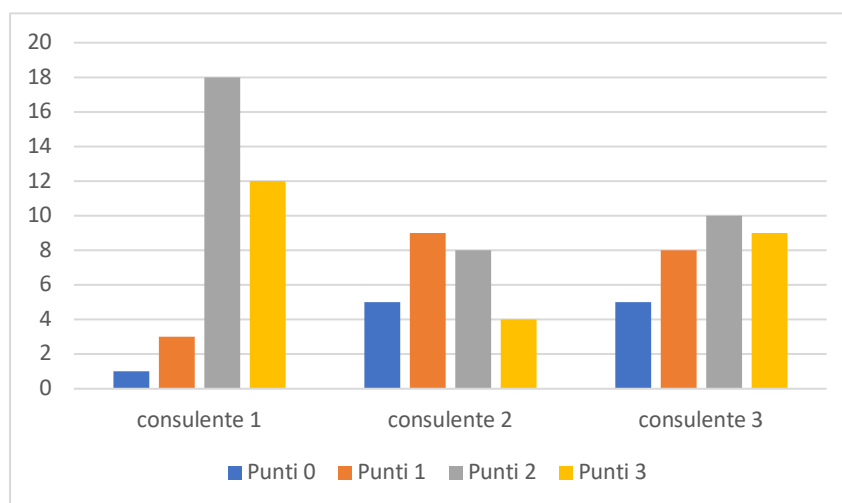
Fonte: Elaborazione personale

4.3.2. Alfabetizzazione finanziaria

All'interno del questionario somministrato erano presenti tre domande riguardanti la *financial literacy* che ha permesso di costruire un punteggio da 0 a 3 a seconda del numero di risposte corrette dato da ciascun partecipante allo studio.

Nelle figure 4.22 e 4.23, di seguito riportate, si può leggere la distribuzione delle risposte (e quindi dei punteggi) per consulente.

Figura 4.22: Alfabetizzazione finanziaria



Fonte: Elaborazione personale

Come si può notare, il campione degli intervistati del consulente 1 risulta più alfabetizzato rispetto agli altri due gruppi e di molto superiore alla media nazionale: il livello di alfabetizzazione finanziaria è pari all'88%. Il 35% ha ottenuto il punteggio massimo, il 53% ha risposto in maniera corretta a 2 quesiti dei 3 proposti, e solo il 22% ha ottenuto un punteggio pari a 0 o a 1.

Il livello di educazione finanziaria per il gruppo del consulente 3, invece, è pari al 59%, con dieci partecipanti che hanno risposto giusto a 2 domande su 3 mentre nove persone hanno ottenuto il punteggio pieno.

Gli intervistati del secondo professionista sono quelli che più si avvicinano ai dati forniti dalla Consob riguardo l'alfabetizzazione e le scelte d'investimento delle famiglie italiane¹¹⁹ e da vari studi economici come, ad esempio, la ricerca di E. M. Cervellati (2017)¹²⁰.

In questo caso, rispetto al livello medio nazionale pari al 35%, il campione del secondo professionista si aggira intorno al 46%. Nove clienti su 26 hanno totalizzato un solo punto e cinque hanno ottenuto un punteggio pari a zero.

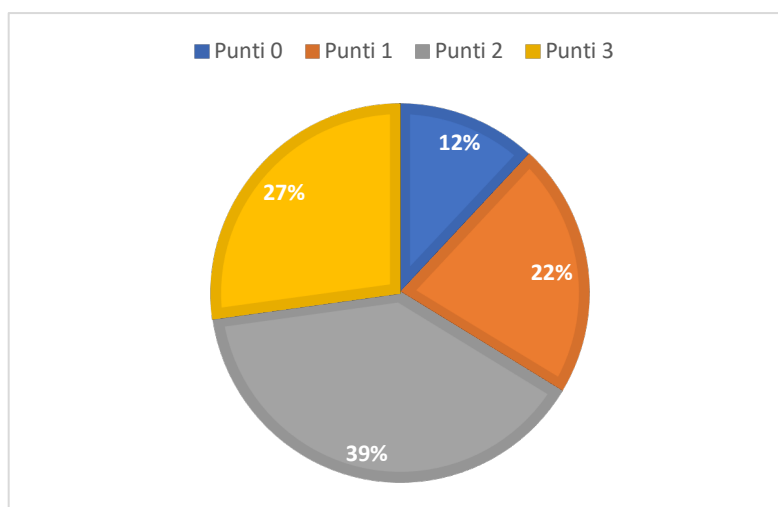
¹¹⁹ Relazione 2019, Consob

¹²⁰ Cervellati E. M., Pattono A., *Investire con testa e cuore – Come conciliare ragione e sentimento per decisioni di investimento migliori*, FrancoAngeli s.r.l., Milano, 2017

Considerando, invece, l'intero campione di 92 partecipanti, si evidenzia un livello medio di educazione finanziaria pari al 66%.

Solamente il 12% dei 92 clienti ha ottenuto un punteggio pari a zero (11 persone) ed il 22% ha totalizzato 1 punto su 3 (20 persone). Come detto in precedenza, questi dati sono in disaccordo con gli studi finanziari e la media nazionale esaminati in dettaglio all'interno del capitolo 2.

Figura 4.23: Alfabetizzazione finanziaria dell'intero campione intervistato



Fonte: Elaborazione personale

Attraverso il test Kruskal Wallis, è stato valutato se un gruppo di clienti risulta più alfabetizzato rispetto agli altri.

Considerando il valore di p-value risultante, inferiore a 0.05, va rigettata l'ipotesi nulla e, pertanto, è possibile confermare che l'alfabetizzazione risulta diversa tra i gruppi di clienti analizzati, con i clienti del consulente 1 aventi livelli di alfabetizzazione finanziari significativamente più alti. Questo concorda con quanto sostenuto dagli stessi clienti che vedono il loro consulente, principalmente, come un educatore finanziario, mentre il primo advisor dà più

importanza a fornire supporto emotivo e, subito dopo, posiziona il ruolo di educatore finanziario.

Figura 4.24: Test Kruskal Wallis – alfabetizzazione finanziaria

```
. kwallis totalealfabetizzazione, by(advisor)
Kruskal-wallis equality-of-populations rank test
```

advisor	Obs	Rank Sum
1	34	1932.00
2	26	948.00
3	32	1398.00

```
chi-squared = 9.112 with 2 d.f.
probability = 0.0105
```

```
chi-squared with ties = 9.998 with 2 d.f.
probability = 0.0067
```

Fonte: Elaborazione personale

4.3.3. Avversione al rischio e diversificazione del portafoglio

Un aspetto molto interessante da prendere in considerazione, emerso dalla valutazione e comparazione del questionario e dei dati forniti dai consulenti, è l'avversione al rischio dei clienti.

La figura seguente mostra i risultati della domanda Q44¹²¹, in cui viene chiesta la propria disponibilità a sostenere dei rischi.

Si può notare che la maggior parte degli intervistati, dei tre gruppi considerati, risponde di essere *nella media* avverso al rischio.

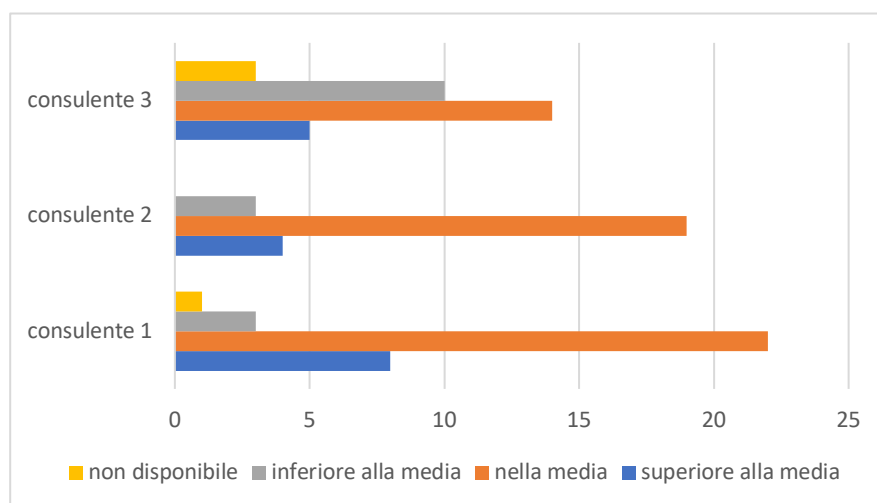
¹²¹ Domanda Q44: "La mia disponibilità a sostenere rischi finanziari è: Superiore alla media; Nella media; Inferiore alla media; Non sono disposto/a a sostenere rischi finanziari"

Il primo gruppo di clienti, infatti, per il 65% si definisce avverso al rischio nella media (22 persone), il 23% ha un'avversione al rischio inferiore alla media (8 persone), il 9%, invece, superiore alla media (3 persone), e solamente 1 persona non è disposta a sostenere rischi (molto avversa al rischio).

Anche per il secondo gruppo la distribuzione è praticamente la stessa: il 73% degli intervistati si classifica come mediamente avverso al rischio (19 individui), il 15% è poco avverso al rischio (4 individui) ed il restante 12% ha un'avversione molto elevata (3 individui).

Il 44% dei clienti del consulente 3 (14 persone) ha un livello di avversità *nella media*, il 31% *inferiore alla media* (10 persone), il 16% è poco avverso al rischio (5 persone) e il rimanente 9% non è disposto a sostenere rischi finanziari (3 persone).

Figura 4.25: Avversione al rischio



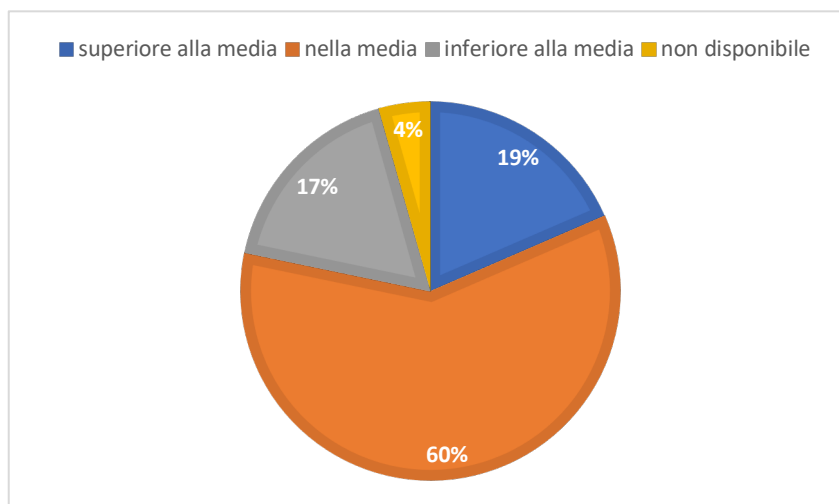
Fonte: Elaborazione personale

Considerando l'intero campione analizzato (92 individui), il 60% risulta mediamente avverso al rischio, poi si posiziona il livello di minor avversione per il 19%, seguito dagli individui molto avversi al rischio (17%) e, solamente, il 4% degli intervistati non è disposto a sostenere rischi finanziari.

Questi risultati evidenziano la presenza di un margine entro il quale il professionista può agire per educare finanziariamente i clienti, direzionandoli verso una giusta percezione del rischio degli strumenti proposti.

Tutto ciò concorda con le teorie e con gli studi economici che vedono la consulenza finanziaria come un mezzo per diminuire la percezione di rischiosità degli investitori e come spinta per avvicinarli al mercato finanziario¹²².

Figura 4.26: Avversione al rischio intero campione



Fonte: Elaborazione personale

I tre advisors hanno reso disponibili alcuni dati aggiuntivi relativi al loro gruppo di clienti, tra i quali la composizione del portafoglio investito nel mercato finanziario e assicurativo di ciascuno di essi, suddiviso tra la percentuale investita in azioni, in obbligazioni e in fondi comuni d'investimento.

Questo ha permesso di verificare se gli argomenti trattati nel paragrafo 2.4, in particolare quanto teorizzato da Harry Markowitz (1952) con la sua *Modern Portfolio Theory*¹²³ e in seguito dai relativi studi economici svolti, ad esempio,

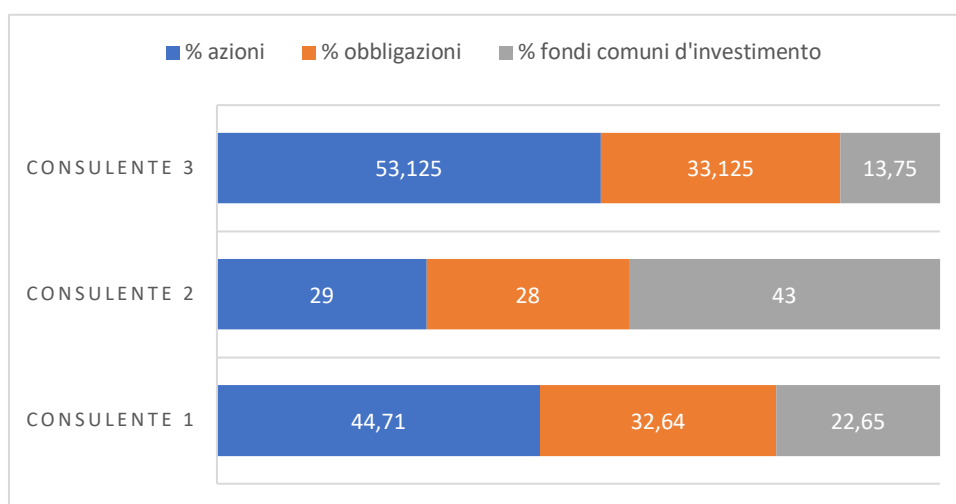
¹²² Gennaioli N., Shleifer A., Vishny R. W., *Money Doctors*, The Journal of Finance, 2015, LXX, pp. 1-40

¹²³ Markowitz H., *Portfolio Selection*, Journal of Finance, 1952

da Kahneman e Tversky (1979)¹²⁴ o Barber e Odean (2013)¹²⁵, ossia la possibilità di diminuire notevolmente il rischio attraverso l'aumento del numero di asset class detenuti in portafoglio, sia effettivamente messo in pratica nel campo della consulenza finanziaria, nello specifico dai tre professionisti dell'agenzia di Venezia di Banca Mediolanum che si sono resi disponibili al case study.

La figura seguente mostra come tutti e tre i consulenti abbiano attuato la strategia della diversificazione.

Figura 4.27: Diversificazione del portafoglio



Fonte: Elaborazione personale

Considerando che il bilanciamento degli asset finanziari dipende molto dall'avversione al rischio del singolo cliente, nell'esaminare l'insieme dei dati ottenuti, è emerso che la misura dell'avversione al rischio espressa dai clienti

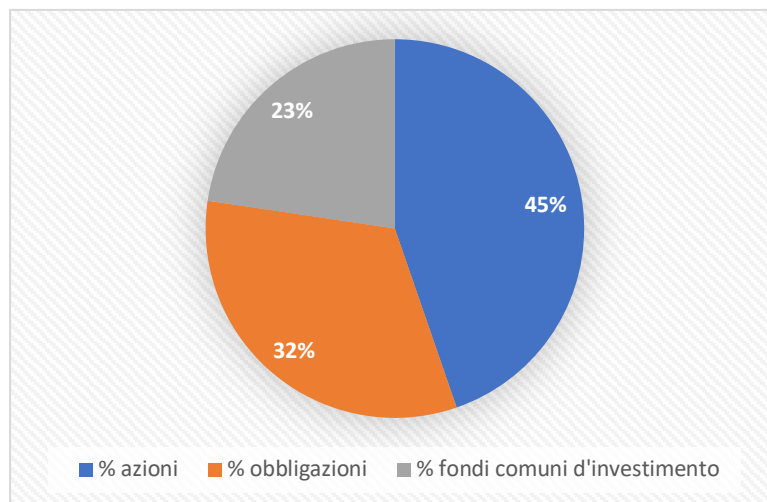
¹²⁴ Kahneman D., Tversky A., *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, *Econometrica*, 1979, Vol. 47 (2), pp. 263-292

¹²⁵ Barber B. M., Odean T., *The behavior of the individual investor*, *Handbook of the Economics of Finance*, 2013, Vol. 2, pp. 1533-1570

intervistati non sempre rispecchia la situazione ideale della diversificazione del portafoglio.

Il gruppo del consulente 1, che presenta un maggior grado di diversificazione rispetto agli altri, risulta il più bilanciato dei tre, con una componente azionaria preponderante: 45% azioni, 32% obbligazioni, 23% fondi comuni d'investimento. Questa distribuzione è in linea anche con l'avversione al rischio dei clienti analizzata precedentemente.

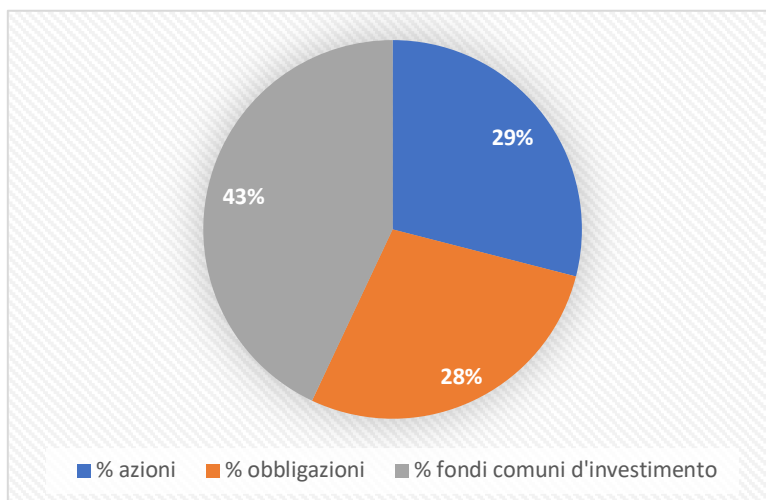
Figura 4.28: Diversificazione gruppo consulente 1



Fonte: Elaborazione personale

Anche i clienti del secondo professionista hanno un buon livello di diversificazione, spostato, invece, verso i fondi comuni e con un'ugual percentuale delle altre due componenti: 43% fci, 29% azioni, 28% obbligazioni. Questi dati concordano con il livello risultante di avversione al rischio dei clienti.

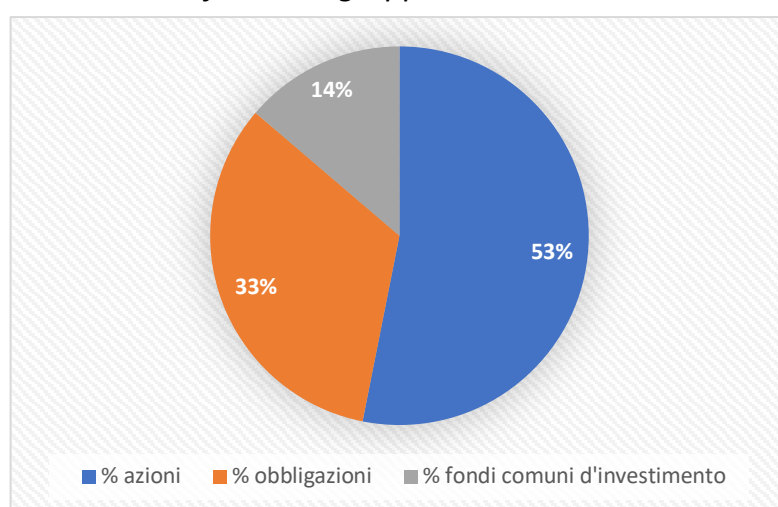
Figura 4.29: Diversificazione gruppo consulente 2



Fonte: Elaborazione personale

I clienti relativi al consulente 3, nonostante un livello di avversione al rischio maggiore, risultano avere un portafoglio con una maggior componente azionaria, infatti dalla figura 4.30 si evince che il loro portafoglio, mediamente, è suddiviso per il 53% in azioni, per il 33% in obbligazioni e, solo, un 14% in fondi comuni d'investimento.

Figura 4.30: Diversificazione gruppo consulente 3



Fonte: Elaborazione personale

4.3.4. Il rapporto con il consulente

Un aspetto del rapporto di fiducia tra investitore e consulente finanziario, rilevante al fine della valutazione del questionario e delle interviste, è quello approfondito dagli economisti Gennaioli, Shleifer e Wisny (2015)¹²⁶, trattato nel paragrafo 2.2.

Gli autori sostengono che il risparmiatore, avendo già intenzione di utilizzare il proprio capitale in materia di investimenti, si affida ad un professionista allo scopo di ottenere un più elevato guadagno, cercando di ridurre il rischio e non teme di subire imbrogli o conflitti di interesse da parte del consulente.

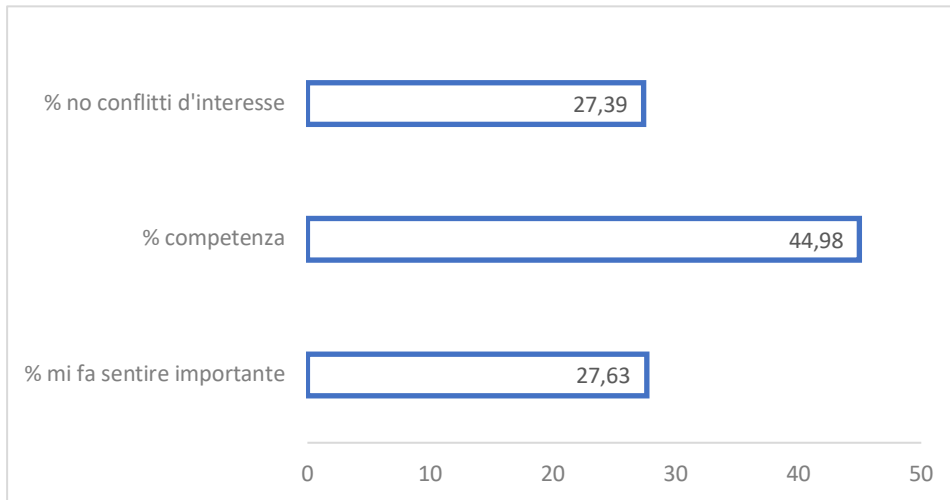
La figura 4.31 indica i risultati della domanda Q42 del questionario¹²⁷, e mostra coerenza tra i risultati ottenuti dal gruppo di clienti del consulente 1 e lo studio svolto dagli economisti sopracitati.

Infatti, degli intervistati circa il 45% mette al primo posto la competenza del proprio consulente, e poi, in egual misura l'importanza di farlo sentire un cliente importante e la non presenza di conflitti d'interesse o di obiettivi secondari (rispettivamente il 28% ed il 27%).

¹²⁶ Gennaioli N., Shleifer A., Vishny R. W., *Money Doctors*, The Journal of Finance, 2015, LXX, pp. 1-40

¹²⁷ Domanda Q42: "Pensando al tuo rapporto con il tuo consulente, considera le seguenti affermazioni: 1. Mi fa sentire un cliente importante occupandosi di me anche oltre le mere questioni finanziarie, per esempio informandosi sulla mia famiglia; 2. Si dimostra competente per quanto riguarda gli strumenti e le strategie di investimento; 3. Non ha conflitti di interesse o obiettivi secondari; Quanto pesa in percentuale ciascuna delle dimensioni descritte nel rapporto con il tuo consulente?"

Figura 4.31: Caratteristiche del consulente 1



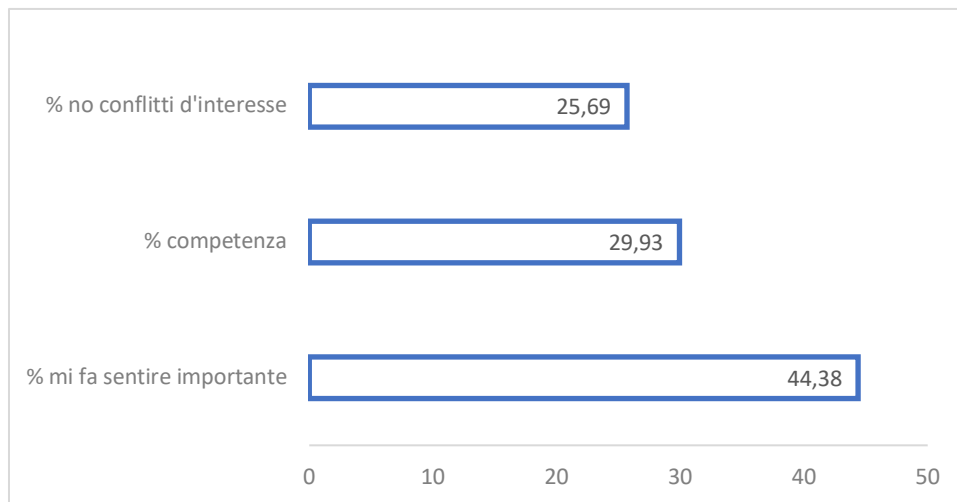
Fonte: Elaborazione personale

I risultati alla stessa domanda dei gruppi relativi al consulente 2 e 3, invece, sono più coerenti con lo studio dell'economista T. B. White (2005) che con quanto descritto precedentemente, in quanto l'autrice americana sostiene che gli individui si affidano al consiglio ricevuto da un professionista principalmente sulla base di criteri emotivi.

Il risparmiatore sceglie un consulente che lo faccia sentire un cliente importante e che gli dà consigli che mirano a trovare le soluzioni più adatte alle sue necessità e possibilità, rispetto ad un advisor che abbia maggior competenza nel settore ma risulta più freddo e distaccato.

Come si può vedere dalla figura 4.32, gli intervistati del consulente 2, preferiscono di gran lunga la caratteristica della benevolenza e della gentilezza del proprio consulente (44%), rispetto alla competenza (30%) e alla mancanza di conflitti d'interesse (26%).

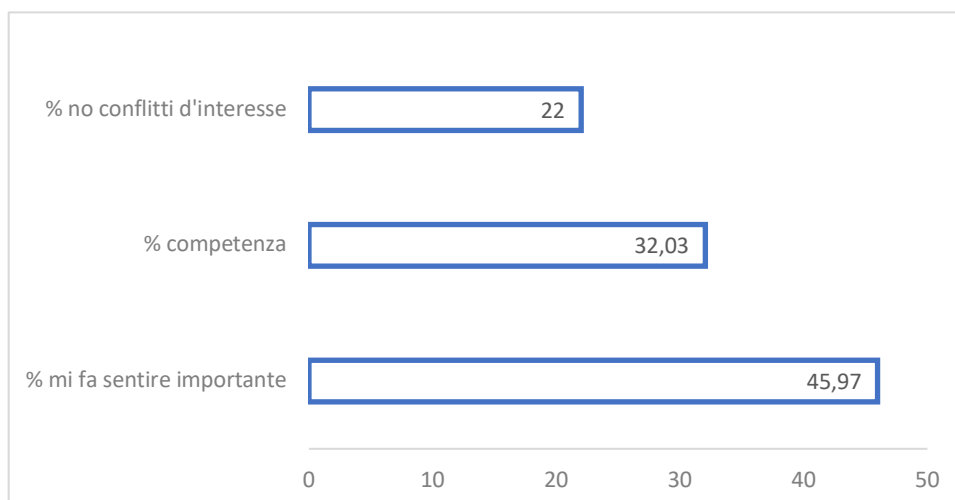
Figura 4.32: Caratteristiche del consulente 2



Fonte: Elaborazione personale

Stessa cosa si può dire per il campione intervistato del consulente 3: il 46% mette al primo posto la caratteristica della benevolenza del proprio advisor, poi quella della competenza del settore, per il 32%, ed infine la mancanza di conflitti d'interesse o di obiettivi secondari, il restante 22%.

Figura 4.33: Caratteristiche del consulente 3



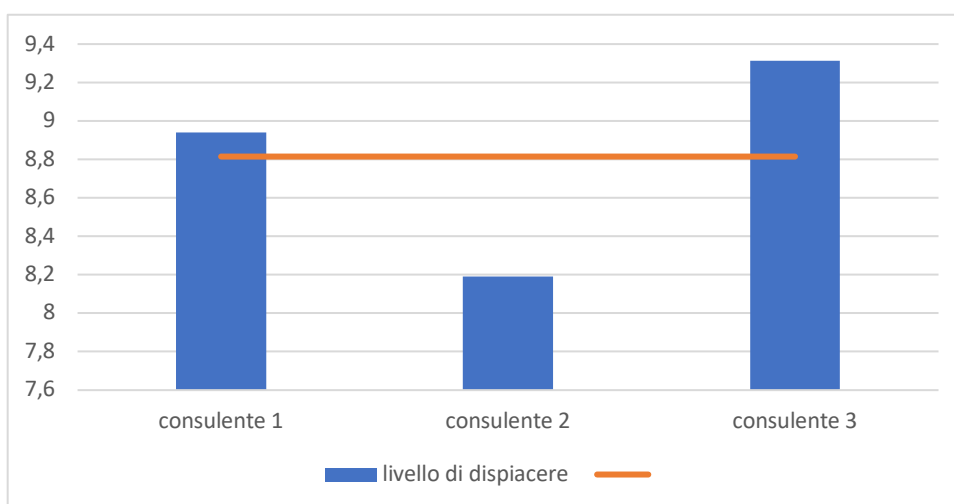
Fonte: Elaborazione personale

Infine, molto interessante è notare come ci sia un forte legame di fiducia tra i clienti e i relativi consulenti: in una scala da 1 a 10, il livello medio di fiducia che i risparmiatori hanno verso gli advisors (domanda Q43 del questionario)¹²⁸ è precisamente pari al 8,815/10, con una deviazione standard di 1,254.

Il risultato è pienamente in linea con lo studio svolto da Banca Mediolanum nel 2020: “Il 91% degli intervistati di uno studio svolto nel 2020 a livello nazionale si dichiara pienamente soddisfatto del proprio consulente finanziario. Il rapporto umano è il principio su cui Banca Mediolanum fonda la propria relazione con il cliente: la figura chiave del nostro modello è il consulente finanziario”¹²⁹.

Il massimo punteggio è stato ottenuto dal terzo professionista con un livello di 9,3/10, al secondo posto il primo consulente con 8,9/10 e, infine, il terzo advisor con un punteggio pari a 8,2/10, che è, comunque, un livello di fiducia molto elevato.

Figura 4.34: Fiducia nel consulente (dispiacere per cambio advisor)



Fonte: Elaborazione personale

¹²⁸ Domanda Q43: “Immagina che la banca ti comunichi che devi cambiare consulente perché il tuo consulente attuale va in pensione. In una scala da 1 a 10, dove 1 indica che non sei per nulla dispiaciuto e 10 che lo sei completamente, quanto ti dispiacerebbe dover fare questo cambio?”

¹²⁹ Fonte: sito web di Banca Mediolanum

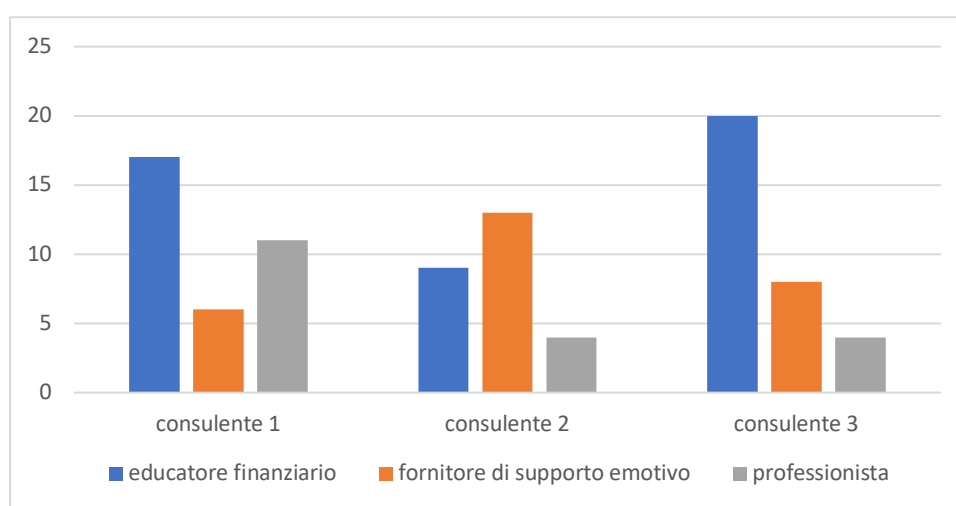
4.3.5. Il ruolo del consulente

Gli studiosi Monti, Pelligra, Martignon e Berg (2014)¹³⁰ indagano sui fattori che influenzano la fiducia dei risparmiatori quando essi si rivolgono ai propri consulenti finanziari per prendere delle decisioni che riguardano il loro portafoglio. La formazione della fiducia si basa, sostanzialmente, sullo stile di comunicazione dell'advisor, il quale propone decisioni di investimento al cliente e deve dimostrare di essere meritevole di fiducia.

Qui entrano in gioco i tre diversi ruoli che il consulente ha verso la propria clientela: educatore finanziario, fornitore di supporto emotivo e professionista che consente di avere accesso ad investimenti migliori.

Confrontando il questionario somministrato ai clienti e le interviste svolte ai tre consulenti, emergono delle differenze molto interessanti tra la percezione della clientela e quello che sostengono i relativi consulenti finanziari.

Figura 4.35: I ruoli del consulente



Fonte: Elaborazione personale

¹³⁰ Monti M., Pelligra V., Martignon L., Berg N., *Retail investors and financial advisors: New evidence on trust and advice taking heuristics*, Journal of Business Research, 2014, Vol. 67 (8), pp. 1749-1757

La figura 4.35 mostra, ad esempio, che il gruppo del consulente 1 mette la funzione di educatore finanziario, che il proprio consulente svolge, al primo posto (17 clienti - 50%), poi a seguire il ruolo di professionista che consente di avere accesso ad investimenti migliori (11 clienti - 32%) ed infine, la caratteristica di fornitore di supporto emotivo (6 clienti - 18%).

Questo risultato non è allineato a quello che sostiene il consulente 1, in quanto egli sostiene che il ruolo di supporto emotivo è il compito più difficile ed importante, poi l'educatore finanziario e, per ultimo, la figura del professionista che consente di avere accesso ad investimenti migliori.

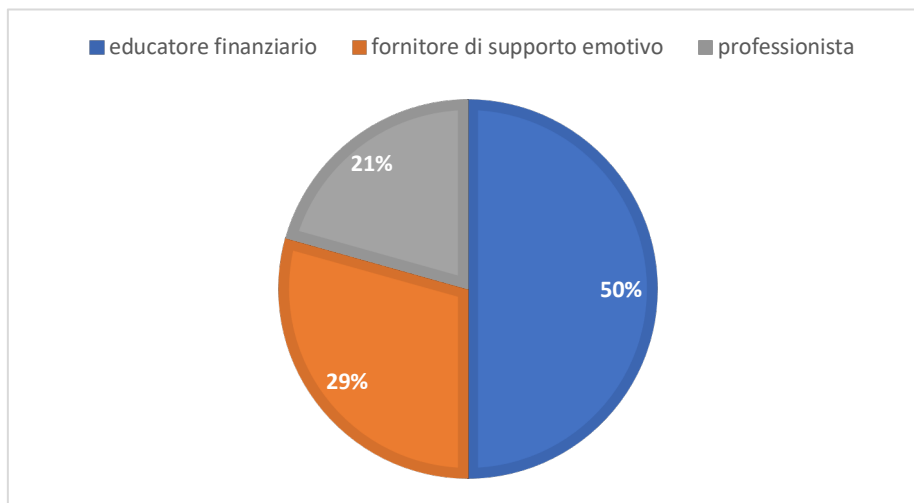
Il campione del secondo professionista, invece, è completamente concorde con quello che pensa l'advisor 2: entrambi (sia il consulente 2 che la sua clientela intervistata) attribuiscono maggior importanza al ruolo di fornitore di supporto emotivo (13 clienti - 50%), al secondo posto la caratteristica di essere educatore finanziario (9 clienti - 35%) e infine la figura del professionista (4 clienti - 15%).

Anche i risultati ottenuti dal gruppo del terzo advisor concordano appieno tra di loro e sono diversi dagli altri due gruppi, infatti la clientela e il consulente 3 stesso, danno maggior risalto alla figura di educatore (20 clienti - 63%), in quanto conta maggiormente una buona conoscenza finanziaria, poi il ruolo di supporto emotivo (8 clienti - 25%) e come ultimo il professionista che consente di avere accesso ad investimenti migliori (4 clienti - 12%).

Interessante è notare come si differenziano le risposte tra i vari gruppi di intervistati e le diverse visioni dei tre consulenti stessi: i consulenti 1 e 2 danno maggior importanza al ruolo di fornitore di supporto emotivo mentre per il terzo advisor è la figura di educatore finanziario la più importante.

Svolgendo un'analisi a livello dell'intero campione intervistato, emerge quanto segue dalla figura 4.36.

Figura 4.36: Il ruolo del consulente dal punto di vista dell'intero campione



Fonte: Elaborazione personale

Il 50% della popolazione intervistata riconosce che il ruolo più importante svolto dal proprio consulente finanziario sia quello di educatore finanziario (esattamente come la pensa il consulente 3), al secondo posto pone la funzione di fornitore di supporto emotivo (29%) e all'ultimo posto, non per questo meno importante degli altri, la figura del professionista che consente di avere accesso ad investimenti migliori (21%).

Questo dimostra l'importanza fondamentale della costruzione di un ottimo rapporto di fiducia duraturo con il cliente, cosa che hanno fatto tutti e tre i consulenti finanziari considerati, come emerge dai dati oggettivi ottenuti dal questionario somministrato alla clientela.

Conclusione

Questo elaborato si pone la finalità di studiare l'importanza del rapporto di fiducia nel processo di investimento finanziario, in particolare modo nel ruolo che esso riveste nella creazione di un legame stabile e duraturo tra un financial advisor e un risparmiatore.

Nel primo capitolo viene effettuata un'analisi della figura e dell'attività del consulente finanziario, evidenziando le diverse tipologie del servizio di consulenza, con l'obiettivo di dimostrare come questo ruolo, molto spesso sottovalutato, sia invece un fondamentale aiuto per gli individui e le loro famiglie nel processo di investimento.

Vengono descritti il processo attraverso il quale un individuo può diventare un financial advisor, con l'iscrizione all'albo dei consulenti finanziari (OCF), e i punti di forza attivati dal professionista per instaurare un solido rapporto di fiducia con il cliente.

Dopo un excursus sulla normativa esistente in materia di consulenza finanziaria, prendendo in considerazione in particolare le novità introdotte dalle direttive MiFID I e MiFID II ed i relativi aspetti ad esse associati, viene analizzata anche la differenza esistente tra le banche tradizionali, le banche virtuali e la finanza alternativa.

Nel secondo capitolo è messa in risalto l'importanza dell'alfabetizzazione finanziaria (con riferimento alla relazione Consob sulle famiglie italiane del 2019) e della diversificazione del portafoglio negli investimenti (grazie agli apporti dell'economista americano Harry Markowitz).

Sono riportati, inoltre, diversi studi presenti in letteratura economica, come ad esempio quello svolto da Gennaioli, Shleifer, e Vishny (2015), che dimostrano come il servizio di consulenza finanziaria porti ad un individuo molti benefici, aiutandolo a superare i pregiudizi verso il sistema e prevenendo gli errori che

egli potrebbe compiere nel processo di investimento (in primis evitando la cosiddetta ansia da investimento).

Non bisogna dimenticare, però, che questo servizio presenta anche delle criticità, in quanto i rendimenti che i risparmiatori riescono ad ottenere vengono poi abbassati dalle commissioni che il consulente richiede per il lavoro svolto, inoltre gli strumenti e i prodotti finanziari proposti al cliente potrebbero non essere del tutto ottimali a causa della presenza di conflitti di interesse.

Nel terzo capitolo viene trattato l'aspetto del sentimento della fiducia dal punto di vista di alcuni studiosi e ricercatori in materia.

Partendo da un'illustrazione delle varie tipologie di fiducia che sono riconosciute in letteratura, si passa ad esaminare come questo sentimento possa essere influenzato da diversi fattori durante la sua formazione, come ad esempio il genere, l'area geografica di provenienza e la religione, arrivando alla conclusione che la fiducia varia da individuo a individuo.

Sono state considerate le diverse metodologie di misurazione della fiducia esistenti, in particolar modo sono stati descritti il gioco del Trust Game e il metodo degli indicatori come, per esempio, il FTI (Financial Trust Index).

Per avvalorare i temi studiati in via teorica, nel quarto capitolo è stata svolta un'analisi empirica sul tema della fiducia applicata alla consulenza finanziaria, verificando sia il punto di vista dei clienti sia quello dei relativi consulenti finanziari.

Nello specifico, sono state analizzate sia le risposte del questionario che è stato somministrato durante il mese di agosto 2021 ad un campione composto di clienti (formato da gruppi di risparmiatori di tre diversi advisors dell'agenzia di Venezia di Banca Mediolanum), sia quelle relative alle interviste svolte a tre professionisti, per valutare e comprendere anche il loro punto di vista.

Il questionario è nato grazie alla collaborazione tra l'università Ca' Foscari di Venezia e l'agenzia di Venezia di Banca Mediolanum, allo scopo di studiare empiricamente le dinamiche relative alla fiducia nella consulenza finanziaria.

Oltre alle tre interviste ai professionisti, sono stati raccolti 92 questionari completi, suddivisi tra i vari gruppi di clienti dei sopracitati advisor (34 individui per il primo consulente, 26 per il secondo, e 32 per il terzo professionista).

Il questionario ha permesso di ricavare molte informazioni sul rapporto consulente-investitore e di verificare se i risultati ottenuti, attraverso questa analisi empirica, fossero in accordo o meno con gli studi presenti in letteratura sul tema della fiducia e del servizio di consulenza finanziaria.

Innanzitutto, è stato verificato se il campione intervistato corrispondeva alle categorie di clienti, così come identificate da Hackethal, Haliassos e Jappelli (2012), che si affidano ad un consulente e se le motivazioni che li spingono ad affidarsi ad un professionista rispecchiano invece quelle proposte da Gennaioli, Shleifer, e Vishny (2015).

I risultati ottenuti mostrano che le motivazioni principali per cui i risparmiatori cercano un servizio di consulenza le rispecchiano esattamente. In particolar modo, considerando l'intero campione di 92 clienti, risulta che essi attribuiscono, tra le diverse funzioni che il professionista svolge per loro, il maggior peso al ruolo di educatore finanziario e, subito dopo, mettono la figura di fornitore di supporto emotivo.

Dalle interviste svolte ai consulenti, questo risultato concorda pienamente con il pensiero del terzo consulente analizzato e parzialmente con la visione degli altri due advisor; essi mettono, infatti, al primo posto la caratteristica di essere principalmente fornitori di supporto emotivo e poi, al secondo posto, il ruolo di educatore finanziario.

Attraverso il questionario proposto, è stato possibile analizzare diversi altri aspetti che caratterizzano i tre gruppi di clienti intervistati, quali il livello di alfabetizzazione finanziaria, il grado di diversificazione del portafoglio ed il rapporto di fiducia con il consulente.

Per quanto riguarda il primo aspetto, il risultato ottenuto mostra un grado di alfabetizzazione finanziaria molto elevato, non concorde con la media nazionale e gli studi presenti in letteratura.

La media del livello ottenuto è pari al 66% contro il 35% della media risultante dalla letteratura, anche se con delle variazioni tra i tre gruppi di clienti.

Valutando l'aspetto riguardante la diversificazione del portafoglio, è emerso come tutti i clienti intervistati detengano un portafoglio con un livello di diversificazione tra i diversi asset finanziari considerati (azioni, obbligazioni e fondi comuni di investimento) che corrisponde al grado di avversione al rischio emersa dalle risposte del questionario somministrato, in particolare per il consulente 1 e 2, mentre si è evidenziata una minor corrispondenza per i clienti del terzo professionista, in quanto la percentuale relativa alla componente azionaria detenuta in portafoglio risulta sbilanciata.

Anche per quanto riguarda l'aspetto relativo al rapporto di fiducia con il consulente, i dati emersi hanno evidenziato un ottimo risultato, sorprendentemente elevato per tutti i consulenti finanziari considerati: su una scala da 1 a 10, è emerso un livello medio di fiducia attribuito da parte del cliente verso il proprio consulente di 8,9/10.

L'analisi empirica svolta ha dimostrato, dai risultati ottenuti, l'importanza fondamentale della realizzazione di un valido rapporto di fiducia con il cliente per creare quel legame duraturo e funzionale che permette di ottenere la massimizzazione dei risultati sia sul piano economico sia, soprattutto, dal punto di vista umano ed emotivo.

Bibliografia

Agarwal S., Driscoll J. C., Gabaix X., Laibson D., *The Age of Reason: Financial Decision over the Life Cycle and Implications for Regulation*, Brookings Papers on Economy Activity, 2009, pp.51-117

Akerlof G. A., *Social distance and social decisions*, *Econometrica: Journal of Econometric Society*, 1997, pp.1105-1027

Alix L., *Online-only banks outshine traditional rivals — with one exception*, 2020, pp. 15 e seguenti

Barber B. M., Odean T., *The behavior of the individual investor*, *Handbook of the Economics of Finance*, 2013, Vol. 2, pp. 1533-1570

Baumgartner T., Heinrichs M., Vonlanthen A., Fischbacher U., Fehr E., *Oxytocin shapes the neural circuitry of trust and trust adaptation in humans*, *Neuron*, 2008, Vol. 58 (4), pp. 639-650

Berg J., Dickhaut J., McCabe K., *Trust reciprocity and social history*, *Games and Economic Behavior*, 1995, Vol. 10 (1), pp. 122-142

Bergeron J., Vachon M. A., *The effects of humor usage by financial advisors in sales encounters*, *International Journal of Bank Marketing*, 2008, Vol. 26 (6), pp. 1-23

Buchan N., Croson R., *The Boundaries of trust: Own and other's actions in the US and China*, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 2004, Vol. 55 (4), pp. 485-504

Calvet L. E., Campbell J. Y., Sodini P., *Down or out: Assessing the welfare costs of household investment mistake*, *Journal of Political Economy*, 2007, Vol. 115, N. 5

Cervellati E. M., Pattono A., *Investire con testa e cuore – Come conciliare ragione e sentimento per decisioni di investimento migliori*, FrancoAngeli s.r.l., Milano, 2017

Chalmers J., Reuter J., *How do retirees value life annuities? Evidence from public employees*, *The Review of Financial Studies*, 2012, Vol. 25 (8), pp. 2601-2634

Cherowbrier J., *Alternative finance: funding raised for European SMEs 2015-2018*, Cambridge Judge Business School, 2020, pp. 38 e seguenti

Consob, *Relazione per l'anno 2015*, Roma

Consob, *Relazione per l'anno 2019*, Roma

Dispensa *Note di Teoria e Scelte di Portafoglio*

Dispense messe a disposizione da Banca Mediolanum, quali guide e opuscoli informativi (e confronti diretti con alcuni consulenti dell'Istituto bancario).

Doris E., *C'è anche domani*, Sperling & Kupfer, 2014

Drolet A., Luce M. F., *The rationalizing effects of cognitive load on emotion-based trade off avoidance*, *Journal of Consumer Research*, 2004, Vol. 31 (2), pp. 63-77

Eckel C. C., Wilson R. K., *Is trust a risky decision?*, *Journal of Economic Behaviour & Organization*, 2004, Vol. 55 (4), pp. 447-465

Eckel C. C., Wilson R. K., *The human face of game theory: Trust and reciprocity in sequential game*, *Trust and reciprocity: Interdisciplinary lessons from experimental research*, 2003, pp. 1-69

Erikson E. H., *Identity: Youth and crisis*, WW Norton & company, 1968

Eriksson K., Hermasson C., Jonsson S., *The performance generating limitations of the relationship-banking model in the digital era-effects of customers' trust satisfaction, and loyalty on client-level performance*, International Journal of Bank Marketing, 2020, Vol. 38 (4)

Ermisch J., Gambetta D., Laurie H., Siedler T., Uhring S. C. N., *Measuring people's trust*, Journal of the Royal Statistical Society, 2009, Vol. 172 (4), pp. 749-769

Fershtman C., Gneezy U., *Discrimination in a segmented society: an experimental approach*, Quarterly Journal of Economics, 2001, Vol. 116 (1), pp. 351-377

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

Gambetta D., *Can we trust?*, Trust: Making and Breaking Cooperative Relations, 2000, Cap. 13, pp. 213-237

Gardenal G., Rigoni U., *Finanza comportamentale e gestione del risparmio*, Giappichelli, Torino, 2016

Gennaioli N., Shleifer A., Vishny R. W., *Money Doctors*, The Journal of Finance, 2015, LXX, pp. 1-40

Georgarakos D., Inderst R., *Financial advice and stock market participation*, European Central Bank Working Paper, 2011, (No. 1296, Conference on Household Finance and Consumption)

Glaeser E., Laibson D., Scheinkman J., Soutter C., *Measuring Trust*, The Quarterly Journal of Economics, 2000, Vol. 115 (3), pp. 811-846

Gosling S. D., Rentfrow P. J., Swann W. B. J., *A very brief measure of the Big-Five personality domains*, Journal of Research in Personality, 2003, Vol. 37 (6), pp. 504-528

Graham B., Buffet W., *L'investitore intelligente*, Hoepli Milano, 1973 (versione aggiornata con nuovi commenti di Jason Zweig, 2003)

Grinblatt M., Keloharju M., Linnainmaa J., *IQ and Stock Market Participation*, The Journal of Finance, 2011, Vol. 66, n. 6, pp. 2121-2164

Guffanti Pesenti L., *Corte europea di giustizia*, Europa e diritto privato, 2011

Guiso L., Sapienza P., Zingales L., *People's opium? The economic effect of religion*, Citeseer, 2002, pp. 1-62

Guiso L., Sapienza P., Zingales L., *Trusting the Stock Market*, The Journal of Finance, Wiley Online Library, 2008, LXIII (6)

Hacketal A., Haliassos M., Jappelli T., *Financial advisors: A case of babysitters?*, Journal of Banking and Finance, 2012, 36 (2), pp. 509-524

Hall E., *The Anthropology Of Manners*, The International Executive, New York, 1959, Vol. 1 (3)

Helliwell J. F., Layard R., Sachs J. D., De Neve J. E., *Environments for Happiness: An Overview*, World Happiness Report, 2020, pp. 10-190

Kahneman D., Tversky A., *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, Econometrica, 1979, Vol. 47 (2), pp. 263-292

Legrenzi P., *Perché gestiamo male i nostri risparmi*, Il Mulino, 2013

Lin C., Hsiao Y. J., Yeh C. Y., *Financial literacy, financial advisors, and information sources on demand for life insurance*, Pacific-Basin Finance Journal, 2017, Vol. 43, pp.218-237

Lusardi A., Mitchell O. S., Curto V., *Financial literacy and financial sophistication in the older population*, Journal of Pension Economics & Finance, 2014, Vol. 13 (4)

Masullo S., Romano M., *Il consulente di investimento*, FAG, Milano, 2002, pp. 49 e seguenti

McKnight D. H., Chervany N. L., Trust formation in new organizational relationship, University of Minnesota, 1996, pp. 3-46

Mishkin F., Eakins S., Beccalli E., *Istituzioni e mercati finanziari*, Pearson, nona edizione, 2019, pp. 11 e seguenti

Monti M., Pelligra V., Martignon L., Berg N., *Retail investors and financial advisors: New evidence on trust and advice taking heuristics*, Journal of Business Research, 2014, Vol 67 (8), pp. 1749-1751

Ostrom E., *Toward a behavioral theory linking trust, reciprocity, and reputation.*, psycnet.apa.org, 2003, pp. 19-79

Pelligra V., *I Paradossi della Fiducia. Scelte Razionali e Dinamiche Interpersonali*, Il Mulino, 2007, p. 38

Putnam R., *The prosperous community: Social capital and public life*, The American prospect, 1993, pp. 249 e seguenti

Rousseau D., Sitkin S., Burt R., Camerer C., *Not so different after all: a cross-discipline view of trust*, The Academy of Management Review, 1998, Vol. 23, No. 3

Schilke O., Reimann M., Cook K. S., *Effect of relationship experience on trust recovery following a breach*, Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America, 2013, Vol. 110 (38), pp. 15236-15241

Scolari M., *Il valore della consulenza finanziaria*, ASCOSIM, 2015

Scolari M., *La consulenza finanziaria verso la Mifid 2*, 2015

Sinek S., *Start With Why*, Penguin Random House Company, 2009

Stendardi E. J., Graham J. F., O'Reilly M., *The impact of gender on the personal financial advisors tailor their process: Should financial advisors tailor their process to the gender of the client?*, *Humanomics*, 2006, Vol. 22 (4)

Tamborini R., *Economia e finanza*, Cedam, 2011

Thaler R., Sunstein C., *Nudge: La spinta gentile*, Feltrinelli, 2009

Van Rooij M., Lusardi A., Alessie R., *Financial literacy and stock market participation*, *Journal of Financial economics*, 2011, Vol. 101, pp. 449-472

White T. B., *Consumer trust and advice acceptance: The Moderating roles of benevolence, expertise, and negative emotions*, *Journal of Consumer Psychology*, 2005, Vol. 15 (2), pp. 141-148

Xu L., Zia B., *Financial literacy around the world: an overview of the evidence with practical suggestions for the way ward*, *World Bank Policy Research Working Paper*, 2012, No. 6107, pp. 1-58

Yamagishi T., Cook K. S., Watabe M., *Uncertainty, trust, and commitment formation in the United States and Japan*, *American Journal of Sociology*, 1998, Vol. 104 (1)

Sitografia

<http://gss.norc.org/About-The-GSS>

<http://www.bankpedia.org/index.php/it/101-italian/f/24385-finanza-comportamentale>

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

<http://www.performancetrading.it/Mercati>

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

<https://it.wikipedia.org>

<https://www.am.pictet/it/blog/articoli/guida-alla-finanza>

<https://www.bancamediolanum.it>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/finanzacomportamentale.htm>

<https://www.consob.it/documents>

<https://www.economiaepolitica.it/banche-e-finanza/moneta-banca-finanza/nobel-2017-thaler-e-le-contraddizioni-della-spinta-gentile/>

<https://www.ilsole24ore.com>

<https://www.miur.gov.it>

<https://www.organismocf.it/portal/web/portale-ocf>

<https://www.wallstreetitalia.com>

Appendice 1: Intervista ai consulenti

1. Da quanti anni lavora nel settore banca e/o consulenza finanziaria?
2. Da quanti anni come consulente in Banca Mediolanum?
3. Attraverso che percorso è arrivato in Banca Mediolanum?
4. Potrebbe descrivere come vengono allocati i clienti tra i diversi consulenti che lavorano in una filiale?
5. Quanti clienti ha? In che categorie si suddivide la sua clientela?
6. Come funziona il processo di consolidamento della sua clientela?
7. Quali sono, secondo lei, i suoi punti di forza nel costruire un rapporto di fiducia duraturo con un cliente?
8. Quali sono gli aspetti su cui ha dovuto lavorare di più per costruire un rapporto di fiducia con la sua clientela?
9. Come fa a capire se un cliente si fida di lei?
10. Quanto pensa che conti nel rapporto che la struttura bancaria, per la quale lei lavora, sia solida? In quale ordine metterebbe questi tre ruoli che lei svolge per il cliente: educatore finanziario, fornitore di supporto emotivo e professionista che consente di avere accesso agli investimenti migliori?

Appendice 2: Questionario

Start of Block: Intro e loghi

Q49 Benvenuto/a e grazie per aver deciso di partecipare a questo studio del Dipartimento di management dell'Università Ca' Foscari di Venezia in collaborazione con Banca Mediolanum.

I tuoi dati saranno trattati nel rispetto della legge sulla privacy a fini di ricerca accademica.

Il questionario ha una durata di circa 10 minuti. Ti chiediamo di rispondere a tutte le domande in modo spontaneo.

Ulteriori informazioni sullo studio possono essere richieste a ggardenal@unive.it

Page Break

Q96 Inserisci il codice che ti ha fornito il tuo consulente

End of Block: Intro e loghi

Start of Block: Anzianità clientela



Q90 Da quanti anni (in cifre) sei cliente di Banca Mediolanum?




Q92 Da quanti anni (in cifre) sei cliente del tuo attuale consulente?

Page Break

Q43 Immagina che la banca ti comunichi che devi cambiare consulente perché il tuo consulente attuale va in pensione. In una scala da 1 a 10, dove 1 indica che non sei per nulla dispiaciuto e 10 che lo sei completamente, quanto ti dispiacerebbe dover fare questo cambio? Usa il cursore per selezionare la tua risposta.

1 2 3 4 5 6 6 7 8 9 10

Quanto mi dispiace dover cambiare consulente? ()	
--	---

End of Block: Anzianità clientela

Start of Block: Subjective risk tolerance

La mia disponibilità a sostenere rischi finanziari è:

- Superiore alla media (1)
- Nella media (2)
- Inferiore alla media (3)
- Non sono disposto/a a sostenere rischi finanziari (4)

Page Break

End of Block: Subjective risk tolerance

Start of Block: Objective risk tolerance

Come ti descriverebbe il tuo miglior amico, in termini di atteggiamento verso il rischio?

- Un vero e proprio scommettitore (1)
 - Uno che assume i rischi dopo aver raccolto informazioni adeguate (2)
 - Un tipo cauto (3)
 - Un tipo veramente avverso al rischio (4)
-

Immagina di partecipare ad uno show televisivo. Il presentatore ti offre una serie di proposte. Quale scegli?

- Una vincita di 1.000 euro in contanti subito (1)
 - Una vincita di 5.000 euro con il 50% di possibilità (2)
 - Una vincita di 10.000 euro con il 25% di possibilità (3)
 - Una vincita di 100.000 euro con il 5% di possibilità (4)
-

Q62 Supponi di aver appena finito di risparmiare per un viaggio in Polinesia, un viaggio che pensi di poter fare una volta sola nella vita. A tre settimane dalla partenza perdi il tuo lavoro. Cosa fai?

- Cancello la vacanza (1)
- Opto per una vacanza meno costosa (2)
- Parto lo stesso, con l'idea che ho bisogno di tempo per pensare ad un nuovo lavoro (3)
- Allungo la vacanza, perché penso che potrebbe essere la mia ultima chance di viaggiare in "prima classe" (4)

Q64 Se ti venissero regalati inaspettatamente 20.000 euro da investire, quale soluzione finanziaria preferiresti:

- Deposito in conto corrente, fondi monetari o altri strumenti monetari (1)
 - Titoli di stato o fondi obbligazionari (2)
 - Azioni o fondi azionari (3)
-

Q66 In base alla tua esperienza, come ti senti ad investire in azioni o fondi azionari?

- Per niente a mio agio (1)
 - Abbastanza a mio agio (2)
 - Completamente a mio agio (3)
-

Q68 Quando pensi alla parola "rischio", quale altro termine ti viene subito in mente?

- Perdita (1)
 - Incertezza (2)
 - Opportunità (3)
 - Brivido (4)
-

Q70 Gli analisti prevedono un rialzo del prezzo dei beni-rifugio (oro, gioielli, abitazioni), mentre prevedono un forte incremento dei tassi di interesse che dovrebbe determinare un crollo dei prezzi delle obbligazioni a lungo termine; queste ultime, comunque, sono ritenute un investimento relativamente sicuro.

Supponi che, al momento, gran parte del tuo portafoglio sia investito in titoli di Stato ad alto tasso di interesse. Cosa fai?

- Tengo le obbligazioni (1)
 - Vendo le obbligazioni e investo il ricavato per metà in un fondo monetario e per l'altra metà in beni-rifugio (2)
 - Vendo le obbligazioni e investo tutto il ricavato in beni-rifugio (3)
 - Vendo le obbligazioni, prendo denaro in prestito e investo il tutto in beni-rifugio (4)
-

Q72 Date le quattro alternative di resa di un investimento, quale combinazione sceglieresti?

- 200 euro di massimo guadagno; 0 euro di massima perdita (1)
 - 800 euro di massimo guadagno; 200 euro di massima perdita (2)
 - 2.600 euro di massimo guadagno; 800 euro di massima perdita (3)
 - 4.800 euro di massimo guadagno; 2.400 euro di massima perdita (4)
-

Q74 Immagina di aver ricevuto in regalo 1.000 euro. Ora devi decidere tra:

- Un guadagno sicuro di 500 euro (1)
 - La possibilità al 50% di guadagnare 1.000 euro e al 50% di non guadagnare nulla (2)
-

Q76 La maggior parte dei tuoi investimenti sono in titoli di stato. La Banca Centrale Europea annuncia che abbasserà i tassi di interesse, cosa fai? Questa è una domanda di controllo destinata esclusivamente a valutare il tuo livello di

attenzione. Seleziona la risposta "Non fare nulla" per dimostrare che stai partecipando con attenzione al questionario.

- Vendo i titoli di stato (1)
 - Compro i titoli di stato (2)
 - Non fare nulla (3)
-

Q78 Immagina di aver ricevuto in regalo 2.000 euro. Ora devi decidere tra:

- Una perdita sicura di 500 euro (1)
 - La possibilità al 50% di perdere 1.000 euro e al 50% di non perdere nulla (2)
-

Q80 Immagina che un lontano zio ti abbia lasciato in eredità un patrimonio di 100.000 euro, ma abbia espresso nel testamento la volontà di investire tutto l'importo in una di queste alternative. Quale scegli?

- Un deposito bancario o un fondo monetario (1)
 - Un fondo comune bilanciato (che investe sia in azioni sia in obbligazioni) (2)
 - Un portafoglio di 15 azioni (3)
 - Beni come oro, gioielli, quadri, case... (4)
-

Q82 Se dovessi investire 20.000 euro, quale delle seguenti alternative di investimento preferiresti?

- 12.000 euro in un investimento a basso rischio, 6.000 euro in un investimento a medio rischio, 2.000 euro in un investimento a rischio elevato (1)
 - 6.000 euro in un investimento a basso rischio, 8.000 euro in un investimento a medio rischio, 6.000 euro in un investimento a rischio elevato (2)
 - 2.000 euro in un investimento a basso rischio, 8.000 euro in un investimento a medio rischio, 10.000 euro in un investimento a rischio elevato (3)
-

Q84 Immagina che un tuo carissimo amico, esperto geologo, abbia fatto degli studi e sia convinto che in Italia si possano trovare degli interessanti bacini di metano. Egli sta organizzando un gruppo di investitori privati per finanziare l'iniziativa. L'investimento potrebbe avere una resa da 50 a 100 volte il valore del capitale investito. Peraltro, se non si trova il metano tutto l'investimento andrà perduto. Il tuo amico stima la possibilità di avere successo attorno al 20%. Avendo il denaro necessario quanto investiresti?

- Nulla (1)
- Un mese di stipendio (2)
- Tre mesi di stipendio (3)
- Sei mesi di stipendio (4)

End of Block: Objective risk tolerance

Start of Block: Big Five

Q56 Leggi le seguenti caratteristiche della personalità e indica quanto ti senti descritto da ogni coppia, anche se pensi che una delle due caratteristiche ti descriva più dell'altra usando la scala seguente: 1- completamente in disaccordo 2 - molto in disaccordo 3 - un po' in disaccordo 4 - né in accordo

né in disaccordo 5 - un po' d'accordo 6 - molto d'accordo 7 - completamente d'accordo Sono una persona...

	1 (13)	2 (14)	3 (15)	4 (16)	5 (17)	6 (18)	7 (19)
... Estroversa, esuberante (1)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
... Polemica, litigiosa (2)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
... Affidabile, auto-disciplinata (3)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
... Ansiosa, che si agita facilmente (4)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
... Aperta alle nuove esperienze, con molti interessi (5)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
... Riservata, silenziosa (6)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
... Comprendiva, affettuosa (7)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
... Disorganizzata, distratta (8)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
... Tranquilla, emotivamente stabile (9)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
... Tradizionalista, abitudinaria (10)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

End of Block: Big Five

Start of Block: Financial literacy

Per favore rispondi alle domande seguenti relativamente ad alcuni possibili scenari. Questo non è un test e ciò che conta non è il numero di risposte giuste, ma rispondere in modo spontaneo e sulla base delle tue competenze. Ti ricordiamo che il questionario è completamente anonimo e non sarà possibile risalire in alcun modo alle tue risposte.

Timing

First Click (1)

Last Click (2)

Page Submit (3)

Click Count (4)

Q9 Supponi di avere €100 in un conto bancario e che il tasso di interesse sia pari al 2%. Se non tocchi il denaro per 5 anni, lasciandolo crescere senza mai prelevare nulla, quanto pensi che troverai nel conto?

- Più di €102 (1)
- Esattamente €102 (2)
- Meno di €102 (3)
- Non lo so (4)

Q11 Supponi che il tasso di interesse sul tuo conto bancario sia pari a 1% e che il tasso di inflazione sia pari al 2%. Dopo un anno quanto potrai comprare con i soldi nel tuo conto supponendo di non aver mai prelevato nulla durante l'anno?

- Più di oggi (1)
- Esattamente quanto oggi (2)
- Meno di oggi (3)
- Non lo so (4)

Q13 Supponi che un tuo amico erediti oggi €10'000, mentre un suo fratello ne erediti altrettanti (€10'000) ma tra 3 anni. Chi dei due è più ricco dopo quest'eredità?

- Il mio amico (1)
- Suo fratello (2)
- Sono ugualmente ricchi (3)
- Non lo so (4)

End of Block: Financial literacy

Start of Block: Ruoli del consulente

Q48

Metti in ordine le funzioni che il consulente svolge per te dalla più importante alla meno importante. Per spostare le funzioni trascinale con il mouse nell'ordine che meglio si adatta a te.

_____ Mi aiuta a conoscere meglio le funzioni e gli strumenti dei mercati finanziari (1)

_____ Mi aiuta a gestire le emozioni legate al processo di investimento (2)

_____ Mi aiuta ad ottenere rendimenti migliori di quelli che otterrei da solo (3)

_____ Mi aiuta a superare le mie diffidenze e perplessità rispetto a certi tipi di investimento (4)

_____ Mi permette di avere accesso ad un numero maggiore di tipologie di investimenti (5)

_____ Mi aiuta a capire l'importanza di investire per tutelare i miei bisogni attuali e futuri (6)

End of Block: Ruoli del consulente

Start of Block: Driver della trustworthiness



Q42 Pensando al tuo rapporto con il tuo consulente, considera le seguenti affermazioni.

1. Mi fa sentire un cliente importante occupandosi di me anche oltre le mere questioni finanziarie, per esempio informandosi sulla mia famiglia
2. Si dimostra competente per quanto riguarda gli strumenti e le strategie di investimento
3. Non ha conflitti di interesse o obiettivi secondari

Quanto pesa in percentuale ciascuna delle dimensioni descritte nel rapporto con il tuo consulente?

Mi fa sentire un cliente importante occupandosi di me anche oltre le mere questioni finanziarie : _____ (1)

Si dimostra competente per quanto riguarda gli strumenti e le strategie di investimento : _____ (2)

Non ha conflitti di interesse o obiettivi secondari : _____ (3)

Total : _____

Page Break

Q44 Pensando al tuo portafoglio nell'ultimo anno

- Ha reso meno dell'anno precedente (1)
- Ha reso più o meno come l'anno precedente (2)
- Ha reso di più dell'anno precedente (3)
- Non lo so (4)

Q45 Pensando al tuo consulente nell'ultimo anno

- L'ho incontrato meno frequentemente dell'anno precedente (1)
- L'ho incontrato più o meno come l'anno precedente (2)
- L'ho incontrato più spesso dell'anno precedente (3)

End of Block: Driver della trustworthiness

Start of Block: Demografiche

Q85 Indica il tuo genere

- Maschio (1)
- Femmina (2)
- Preferisco non rispondere (3)



Q86 Indica la tua età (in numero di anni compiuti in cifre)

Q87 Indica il titolo di studio più alto che hai ottenuto

- Terza media o inferiore (1)
- Diploma di maturità (2)
- Laurea triennale (3)
- Laurea magistrale o a ciclo unico (4)
- Dottorato o altra specializzazione post laurea (5)

Q88 Indica il tuo reddito annuale scegliendo una delle seguenti categorie

▼ Fino a 25,000€ (1) ... Oltre 100,000€ (5)

Q89 Indica la tua situazione lavorativa

- Disoccupato (1)
 - Lavoratore autonomo (2)
 - Lavoratore dipendente (3)
 - Pensionato (4)
 - Altro (specificare) (5)
-

Q97 Come hai compilato questo questionario?

- Da solo/a (1)
- Con l'aiuto del mio consulente (2)
- Con l'aiuto di altro personale della Banca delegato dal mio consulente (3)

End of Block: Demografiche
