



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale
in
Amministrazione, Finanza e Controllo

Tesi di Laurea

**L'evoluzione della consulenza finanziaria:
un'analisi delle determinanti del rapporto
fiduciario tra cliente e consulente**

Relatore

Ch. Prof. Gloria Gardenal

Laureando

Marco Pieretto
Matricola 863859

Anno accademico

2020/2021

INDICE

INTRODUZIONE.....	11
1) LA LEGISLAZIONE IN AMBITO DI CONSULENZA: UN CONFRONTO TRA TESTO UNICO DELLA FINANZA E DIRETTIVA MIFID II	
1.1) Introduzione legislativa.....	15
1.2) Analisi degli articoli MiFID II e TUF rilevanti per la consulenza: brevi commenti.....	17
1.2.1) Definizioni dei servizi e delle attività di investimento.	18
1.2.2) Soggetti.....	19
1.2.3) Riserva di attività e consulenza autonoma.....	20
1.2.4) Principi di carattere generale.....	23
1.2.5) Targeting.....	24
1.2.6) Informazione del cliente.....	25
1.2.7) Attività di marketing e pubblicizzazione dei prodotti e dei servizi finanziari.....	26
1.2.8) Modalità di esecuzione del servizio di consulenza autonoma per le persone fisiche e per le SCF.....	26
1.2.9) Consulenza svolta fuori sede e modalità di svolgimento della stessa.....	32
1.2.10) Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari (OCF).....	36
1.3) Product governance, product intervention e opinioni autorevoli sull'introduzione della MiFID II.....	37
1.4) Profilatura dei clienti: questionario MiFID II e potenziali inefficienze.....	41
2) LA FIDUCIA ED I LEGAMI CON LA CONSULENZA FINANZIARIA	
2.1) Definizioni di fiducia.....	45
2.2) Tipologie di fiducia.....	47
2.3) Metodi di misurazione della fiducia.....	49

2.3.1)	Trust Game e fiducia relazionale.....	49
2.3.2)	Chicago Booth/Kellogg School Financial Trust Index....	53
2.3.3)	FTI Wave28:analisi del grado di fiducia pre pandemico.	55
2.4)	Il consulente finanziario come “money doctor” e fiducia col cliente.....	57
2.4.1)	Fiducia diretta e fiducia indiretta.....	58
2.4.2)	Il processo di formazione della fiducia.....	60
2.5)	Aspetti del servizio di consulenza.....	66
2.5.1)	Rendimento atteso.....	66
2.5.2)	Costi del servizio e potenziali comportamenti disfunzionali dei consulenti.....	67
2.5.3)	Communication game.....	71
2.6)	La fiducia come bene comune.....	72

3) FINANZA CLASSICA, FINANZA COMPORTAMENTALE, EDUCAZIONE ED ALFABETIZZAZIONE FINANZIARIA

3.1)	Introduzione alla finanza classica.....	75
3.2)	Introduzione alla finanza comportamentale.....	78
3.2.1)	Anchoring.....	81
3.2.2)	Representativeness heuristic.....	82
3.2.3)	Availability heuristic.....	83
3.2.4)	Overconfidence.....	84
3.2.5)	Self-attribution bias.....	85
3.2.6)	Disposition effect e loss aversion.....	86
3.2.7)	Mental accounting, minimal account, endowment effect e sunk cost effect.....	89
3.2.8)	Naïve diversification.....	93
3.2.9)	Sistema 1, sistema 2 e debiasing.....	94
3.3)	SP/A theory.....	97
3.4)	Educazione finanziaria, alfabetizzazione finanziaria e sinergie con la consulenza.....	99

**4) ALCUNE DETERMINANTI DEL RAPPORTO FIDUCIARIO: UN'ANALISI
EMPIRICA**

4.1) Introduzione alla ricerca.....	109
4.2) Demografiche.....	112
4.3) Financial literacy.....	120
4.4) Conflitto di interesse.....	126
4.5) Alcune determinanti della fiducia.....	129
4.5.1) La fiducia in relazione all'anzianità del rapporto e alla frequenza degli incontri.....	129
4.5.2) Anticipated reciprocation e norm to trust nei 3 consulenti.....	133
4.5.3) Tratti della personalità determinanti per lo sviluppo della fiducia.....	138
CONCLUSIONI.....	145
BIBLIOGRAFIA.....	149
SITOGRAFIA.....	153

FIGURE E GRAFICI

FIGURE

Figura 1: Trust Game.....	50
Figura 2: Storico dei valori del Financial Trust Index.....	55
Figura 3: Grado di insoddisfazione verso la situazione economica fino al 2019.....	56
Figura 4: Structural Equation Model (SEM).....	62
Figura 5: Processo di formazione della fiducia per i Tied-Agents.....	63
Figura 6: Processo di formazione della fiducia per i Bank-Advisors.....	63
Figura 7: Processo di formazione della fiducia per i consulenti della banca di natura cooperativa.....	64
Figura 8: Legge di rovina statistica.....	87
Figura 9: Value Function.....	87
Figura 10: Alfabetizzazione finanziaria pre-pandemia CoViD-19.....	101
Figura 11: Livello di istruzione e alfabetizzazione finanziaria.....	103
Figura 12: Spesa pubblica nell'istruzione per i paesi dell'area europea.....	104

GRAFICI

Grafico 1: Età dei clienti di C1.....	112
Grafico 2: Distribuzione clienti di C1 per categoria.....	113
Grafico 3: Durata in anni del rapporto di C1 con i clienti.....	114
Grafico 4: Età dei clienti di C2.....	115
Grafico 5: Distribuzione clienti di C2 per categoria.....	116
Grafico 6: Durata in anni del rapporto di C2 con i clienti.....	116
Grafico 7: Età dei clienti di C3.....	117
Grafico 8: Distribuzione clienti di C3 per categoria.....	118
Grafico 9: Durata in anni del rapporto di C3 con i clienti.....	118
Grafico 10: Media di portafoglio per consulente e media di portafoglio campione.....	119
Grafico 11: Relazione tra patrimonio nell'intero campione e score financial literacy.....	121

Grafico 12: Relazione patrimonio nei singoli consulenti e score financial literacy.....	122
Grafico 13: Relazione patrimonio in C2 con variante e score financial literacy.....	123
Grafico 14: N. clienti per titolo di studio.....	124
Grafico 15: Percentuale di risposte corrette per titolo di studio.....	125
Grafico 16: Percentuale di risposte corrette per titolo di studio con esclusione del dottorato o di altra specializzazione post-laurea.....	126
Grafico 17: Percentuale di importanza per il cliente riguardo il tema del conflitto di interesse.....	127
Grafico 18: Percentuale di importanza del conflitto di interesse per i clienti e importanza media.....	128
Grafico 19: Dispiacere al crescere dell'anzianità del rapporto cliente-consulente.....	131
Grafico 20: Legame tra frequenza degli incontri e dispiacere rilevato dai clienti.....	132
Grafico 21: Posizionamenti ruoli di Anticipated Reciprocation di C1.....	134
Grafico 22: Posizionamenti ruoli di Norm to Trust di C1.....	134
Grafico 23: Posizionamenti ruoli di Anticipated Reciprocation di C2.....	135
Grafico 24: Posizionamenti ruoli di Norm to Trust di C2.....	136
Grafico 25: Posizionamenti ruoli di Anticipated Reciprocation di C3.....	137
Grafico 26: Posizionamenti ruoli di Norm to Trust di C3.....	137
Grafico 27: Relazione tra dispiacere ed Estroversione.....	140
Grafico 28: Relazione tra dispiacere ed Amicalità.....	141
Grafico 29: Relazione tra dispiacere e Coscienziosità.....	142
Grafico 30: Relazione tra dispiacere e Stabilità emotiva.....	143
Grafico 31: Relazione tra dispiacere e Apertura a nuove esperienze.....	144

Ai miei genitori, a tutta la mia famiglia e a tutte le persone che mi sono state vicine per l'intera durata di questo percorso, con le quali ho condiviso emozioni ed esperienze che porterò nei più vivi ricordi.

INTRODUZIONE

È innegabile come lo scenario finanziario globale stia diventando ogni giorno più complesso e competitivo, sia a causa dell'avvento nel mercato di nuovi prodotti, di nuovi operatori e di condizioni sempre più complesse, sia a causa del livello di educazione ed alfabetizzazione finanziaria acquisito dalla maggioranza della popolazione, che non risulta essere, per così dire, al passo con i tempi.

Così il risparmiatore medio non risulta essere più in grado di gestire al meglio l'allocazione delle proprie risorse, e spesso accade che vengano compiute delle scelte semplicistiche e poco lungimiranti, che rischiano peraltro di minare seriamente l'integrità del patrimonio.

Ciò avviene spesso a causa di forme di pensiero viziate che la finanza comportamentale, a partire dagli anni Cinquanta, ha cercato di categorizzare in modo sistematico, al fine di circoscriverne i confini d'azione, per poi cercare di porvi un rimedio. Tale disciplina, in continua evoluzione, sta acquisendo sempre più rilievo nello scenario finanziario globale, al punto che risulta fondamentale per prendere coscienza della complessità dei fenomeni finanziari e per completarne la possibile lettura che generalmente forniscono i modelli di finanza classica.

Tuttavia, mentre evolvono i mercati, le relative prassi e i molteplici scenari a cui ogni persona assiste ogni giorno, evolve anche la consulenza finanziaria sulla scia di nuovi interventi legislativi, di nuove usanze e di nuove necessità manifestate dai risparmiatori.

Questa professione è capace di rendere un servizio di valore al cliente esprimendosi sia sul piano razionale e materiale relativo all'asset allocation, alla conoscenza dei mercati e degli strumenti finanziari, alla diversificazione ed al rendimento di portafoglio, ma anche sul piano relazionale, inerente per contro a tutti gli altri vari aspetti che caratterizzano un rapporto umano.

Di conseguenza, trattandosi di una professione dove il rapporto umano diventa di centrale importanza, è tornato in luce il tema dello sviluppo della fiducia, tema questo che diventa determinante sia nei rapporti di natura professionale, sia in quelli prettamente volti alla socializzazione.

Il tema della fiducia tra cliente e consulente è stato ampiamente analizzato nella letteratura in passato, e continua ad essere oggetto delle più recenti analisi.

Si sono compiuti molti passi attraverso i quali si è evidenziato quanto sia importante ed ambigua questa dimensione umana, al punto che essa ha suscitato l'interesse di molteplici studiosi in numerosi campi della scienza.

Per tutti i motivi fin qui esposti, lo scopo del presente elaborato è di proporre al lettore una visione dettagliata dei vari aspetti che fanno capo alla figura del consulente finanziario, oltre che dei vari ruoli che gli sono stati nel tempo attribuiti dalla letteratura.

Il primo capitolo si occuperà di fornire una panoramica sullo scenario legislativo odierno, facendo un'analisi parallela delle principali fonti legislative comunitarie e domestiche che regolano la professione della consulenza finanziaria; più nello specifico si analizzeranno gli articoli della c.d. MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive II) unitamente agli articoli del TUF (Testo Unico della Finanza). Si arriverà infine ad analizzare le varie potenzialità, oltre che le possibili criticità, dei due interventi legislativi insieme all'impatto che questi possono avere sul mondo della consulenza finanziaria.

Il secondo capitolo fornirà una panoramica sulla letteratura in tema di fiducia, iniziando dalle varie definizioni fino ad arrivare ad una visione generale di questa dimensione umana; nel mezzo verranno analizzati degli indicatori che permettono di misurarla e verranno trattate le varie declinazioni di questa dimensione nello specifico rapporto che lega i clienti al proprio consulente e viceversa.

Il terzo capitolo tratterà inizialmente del confronto tra la materia finanziaria classica e la finanza comportamentale, e di come queste due materie dovrebbero procedere di pari passo per fornire una lettura completa dei fenomeni finanziari; si procederà poi con l'analisi dei bias più ricorrenti per fornirne una descrizione e per poi capire come essi possono incidere sulle scelte finanziarie delle persone. Il capitolo si concluderà poi con una panoramica sulla situazione italiana riguardante l'educazione e l'alfabetizzazione finanziaria, per analizzare infine delle possibili sinergie che queste due capacità possono avere con il mondo della consulenza finanziaria.

Il quarto capitolo concluderà l'elaborato presentando un'indagine empirica su alcuni temi trattati all'interno del presente lavoro, e ciò è stato svolto a mezzo della somministrazione di un questionario a circa 90 clienti di un istituto bancario presente nel territorio veneziano. Quest'ultimo capitolo consentirà al lettore di

individuare alcuni aspetti che potrebbero risultare utili per la corretta impostazione del rapporto fiduciario che intercorre tra cliente e consulente.

CAPITOLO 1

LA LEGISLAZIONE IN AMBITO DI CONSULENZA: UN CONFRONTO TRA TESTO UNICO DELLA FINANZA E DIRETTIVA MIFID II

1.1) Introduzione legislativa; **1.2)** Analisi degli articoli MiFID II e TUF rilevanti per la consulenza: brevi commenti; **1.2.1)** Definizioni dei servizi e delle attività di investimento; **1.2.2)** Soggetti; **1.2.3)** Riserva di attività e consulenza autonoma; **1.2.4)** Principi di carattere generale; **1.2.5)** Targeting; **1.2.6)** Informazione del cliente; **1.2.7)** Attività di marketing e pubblicizzazione dei prodotti e dei servizi finanziari; **1.2.8)** Modalità di esecuzione del servizio di consulenza autonoma per le persone fisiche e per le SCF; **1.2.9)** Consulenza svolta fuori sede e modalità di svolgimento della stessa; **1.2.10)** Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari (OCF); **1.3)** Product governance, product intervention e opinioni autorevoli sull'introduzione della MiFID II; **1.4)** Profilatura dei clienti: Questionario MiFID II e potenziali inefficienze

1.1) INTRODUZIONE LEGISLATIVA

Lo scopo del presente lavoro è quello di analizzare i diversi aspetti che caratterizzano la consulenza finanziaria nello scenario italiano richiamando ragionevoli riferimenti anche di natura internazionale, sia con riferimento alla letteratura scientifica che alla normativa.

Proprio quest'ultima risulta di fondamentale importanza per il mondo della consulenza finanziaria, in quanto si tratta di una professione ampiamente regolata, che quindi risente in modo molto accentuato dei vari interventi legislativi, tanto che nello scenario legislativo recente è risultata di centrale importanza l'introduzione della Direttiva 2014/65/UE, meglio nota come MiFID II, acronimo che sta per Markets in Financial Instruments Directive II.

Si anticipa che la MiFID II è stata una direttiva che ha rivoluzionato il mondo dei mercati finanziari e della relativa consulenza, ambendo essa a porre regole finalizzate alla tutela del consumatore, dalla cui veste di risparmiatore deriva la potenziale qualifica di investitore. In particolare, è stata rivolta una particolare

attenzione alle condotte che i soggetti abilitati devono tenere al fine di tutelare la figura del cliente, e questo è stato attuato anche attraverso l'obbligo di dover fornire all'investitore adeguate informazioni per metterlo nella condizione di poter assumere decisioni pienamente consapevoli in relazione ai rischi ed ai rendimenti connessi ai vari prodotti finanziari.

La MiFID II, essendo una direttiva di natura europea, lascia ai singoli Stati Membri la facoltà di introdurla nei rispettivi ordinamenti con lo strumento legislativo che sia il più adatto ed il più efficace in relazione alle regole vigenti nelle singole realtà territoriali.

Essa punta a regolare le discipline di mercato in tutta l'Unione Europea con lo scopo di armonizzarle, facendo quindi sì che anche le diverse prassi di mercato divengano più simili ed equilibrate possibile nei vari stati appartenenti all'Unione.

Si ritiene opportuno procedere l'analisi tramite alcuni articoli del D. Lgs. n. 58/1998, altrimenti conosciuto come TUF, ovvero Testo Unico della Finanza, procedendo di pari passo con l'analisi degli articoli più rilevanti della Direttiva MiFID II.

La citata direttiva, entrata in vigore il 3 Gennaio 2018, è stata recepita nel TUF a mezzo delle disposizioni del D. Lgs. n. 129/2017.

Come si può ben immaginare, all'interno di entrambe le disposizioni legislative vi sono nozioni ed articoli che interessano particolarmente il mondo della consulenza finanziaria.

Gli articoli, qui esaminati per attinenza all'argomento di studio, saranno corredati da brevi commenti che hanno l'intento di consentirne una comprensione più completa. A tal fine, sarà svolta un'analisi congiunta degli articoli della Direttiva MiFID II e del TUF: spesso fra loro si noterà una notevole somiglianza.

Oltre a questa finalità, i successivi paragrafi hanno ovviamente anche una funzione descrittiva ed illustrativa di tal situazione legislativa.

Si passa ora ad analizzarne gli articoli più significativi in relazione alle modifiche introdotte nel TUF; i benefici e le conseguenze che l'introduzione della MiFID II porta con sé verranno invece analizzate nel paragrafo 1.3.

1.2) ANALISI DEGLI ARTICOLI MIFID II E TUF RILEVANTI PER LA CONSULENZA: BREVI COMMENTI

Preliminarmente al corpo più prettamente normativo, la Direttiva, nella sua Introduzione, porta a sostegno svariate ragioni ed obiettivi che motivano i cambiamenti dalla stessa introdotti.

Infatti, nell'Introduzione, dopo le parole "considerando quanto segue", tra i più interessanti commenti si legge che "negli ultimi anni è aumentato il numero degli investitori che operano nei mercati finanziari" [11] ed a tale fenomeno è necessariamente seguito un considerevole ampliamento della gamma di strumenti finanziari a cui gli investitori, privati e non, hanno accesso. L'introduzione alla Direttiva riporta poi che, in ragione di queste considerazioni, "è opportuno che il quadro giuridico dell'Unione disciplini tutte le attività destinate agli investitori." [11]

E, poiché uno dei principali fini della Direttiva è quello di "offrire agli investitori un elevato livello di protezione" [11] congiuntamente a "consentire alle imprese di investimento di prestare servizi in tutta l'Unione" [11], il modo più appropriato di perseguire tali scopi si sostanzia nell'armonizzazione della regolamentazione che disciplina le azioni consentite ai diversi operatori di mercato, sui quali dovrà naturalmente vigilare lo Stato membro d'origine.

Per quel che riguarda gli Stati Membri, la Direttiva dà anche delle indicazioni a quest'ultimi, i quali, secondo tal fonte legislativa, "provvedono affinché le imprese di investimento che realizzano strumenti finanziari garantiscano che tali prodotti siano concepiti per rispondere alle esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali all'interno della pertinente categoria di clienti, adottino provvedimenti ragionevoli per garantire che gli strumenti finanziari siano distribuiti al mercato di riferimento individuato e riesaminino regolarmente l'identificazione del mercato di riferimento dei prodotti che offrono e il loro rendimento." [11]

Viene così posta una crescente attenzione normativa verso il mercato target a cui un prodotto finanziario è rivolto, e ciò rappresenta un grande avanzamento per quanto riguarda l'adeguatezza e l'appropriatezza del prodotto finanziario, delle quali si tratterà più avanti.

Inoltre, la MiFID II pone la sua attenzione verso la crescente dipendenza degli attori di mercato rispetto alle consulenze personalizzate, il che “ha reso necessario considerare la prestazione di consulenza in materia di investimenti come un servizio di investimento soggetto ad autorizzazione e a specifiche norme di comportamento.” [11]

Così, grazie all’applicazione della Direttiva, interviene una regolamentazione accurata delle azioni consentite ai vari attori del mercato, sempre al fine di tutelare al meglio gli investitori; quest’ultimo tema rappresenta, in buona sostanza, il filo conduttore della maggior parte dei temi trattati da tal fonte legislativa.

Infatti, a conferma di tutto ciò, nell’Introduzione alla Direttiva si afferma espressamente che “uno degli obiettivi della presente direttiva è proteggere gli investitori” [11] e che, congiuntamente, “al fine di migliorare il quadro regolamentare applicabile alla prestazione di servizi (...) è opportuno chiarire che alle relazioni con qualsiasi cliente si applicano i principi dell’agire in modo onesto, equo e professionale e l’obbligo di essere corretti, chiari e non fuorvianti. “[11]

Nell’introduzione della Direttiva in definitiva, come si ha avuto modo di vedere, ne sono esplicitamente chiariti i molteplici obiettivi, e ovviamente quelli illustrati in questa sede non sono gli unici poiché al suo interno vengono disciplinate diverse dinamiche riguardanti i mercati finanziari (con i quali la consulenza ha considerevoli sinergie), ma ve ne sono anche molti altri; quelli in precedenza riportati sono i più rilevanti ai fini dello svolgimento del presente lavoro.

Si passa ora all’analisi congiunta degli articoli delle due fonti normative, accostandoli per pertinenza di argomenti.

1.2.1) DEFINIZIONI DEI SERVIZI E DELLE ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO

La MiFID II propone una serie di definizioni presenti nell’Allegato I alla Direttiva, nella cui sezione A, “Servizi e Attività d’investimento”, che trova una corrispondenza con l’art. 1 comma 5 del TUF, sono elencate le seguenti attività:

- “1) Ricezione e trasmissione di ordini riguardanti uno o più strumenti finanziari.
- 2) Esecuzione di ordini per conto dei clienti.
- 3) Negoziazione per conto proprio.
- 4) Gestione di portafogli.

5) Consulenza in materia di investimenti.

...“ [11]

Le disposizioni normative del TUF invece, con l’art. 1, rubricato “Definizioni”, al richiamato comma 5, delineano quanto segue:

“Per "servizi e attività di investimento" si intendono i seguenti, quando hanno per oggetto strumenti finanziari:

- a) negoziazione per conto proprio;
- b) esecuzione di ordini per conto dei clienti;
- (...)
- d) gestione di portafogli;
- e) ricezione e trasmissione di ordini;
- f) consulenza in materia di investimenti; ...” [9]

Sempre l’art.1 del TUF, al comma 5-septies precisa quanto segue:

“Per “consulenza in materia di investimenti” si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari. “[9]

Si noti che nelle due fonti legislative vengono esaminate le attività che rientrano nella definizione di “servizi e attività di investimento” e che queste risultano essere le medesime, nonostante non siano elencate nello stesso ordine e non siano neppure espresse esattamente con le stesse parole, esistendo comunque una sostanziale identità di contenuti; si precisa inoltre che per sola chiarezza espositiva alcuni servizi e attività d’investimento sono stati elisi da entrambi gli articoli.

A questo punto dell’analisi si può affermare che nel TUF sono state recepite con successo quanto meno le definizioni di base, precisando però che quest’ultimo va a definire più nel dettaglio determinate attività, quale ad esempio la consulenza in materia di investimenti, che risulta centrale rispetto agli argomenti trattati nel presente lavoro.

1.2.2) SOGGETTI

Nella MiFID II poi, all’ art. 1, rubricato “Soggetti”, vengono individuati i soggetti, appunto, a cui andranno applicate le relative disposizioni. Tali disposizioni, secondo

la Direttiva, vanno applicate “alle imprese di investimento, ai gestori del mercato, ai mercati regolamentati, ai prestatori di servizi di comunicazione dati e alle imprese di paesi terzi che offrono servizi o esercitano attività di investimento tramite lo stabilimento di una succursale nell’Unione.” [11].

Nel TUF, all’art. 18, rubricato ugualmente all’ art. 1 della MiFID II, vengono allo stesso modo previsti i soggetti a cui va applicata la relativa normativa, che sono quindi abilitati all’esercizio professionale del servizio e delle attività di investimento; l’articolo così recita: “l’esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento è riservato alle SIM, alle imprese di investimento UE, alle banche italiane, alle banche UE e alle imprese di paesi terzi”. [9]

I soggetti elencati dalle due fonti normative in questo caso differiscono in minimi termini, evidenziando però che la MiFID II interviene su una platea più ampia rispetto al Testo Unico domestico.

All’art. 18 TUF vi è però una particolarità che, per comodità espositiva, è spiegata all’inizio del paragrafo immediatamente successivo.

1.2.3) RISERVA DI ATTIVITÀ E CONSULENZA AUTONOMA

Entrambe le normative esaminate riguardano una grande platea di soggetti a cui vanno applicate le relative norme, e si sottolinea però che nell’art. 18 del TUF viene ad essi riconosciuta una manifesta riserva di attività tramite le parole “è riservato”, dove per riserva di attività si intende un’apposita riserva di legge che intende restringere la possibilità di esercitare determinate attività soltanto ed esclusivamente ai soggetti tassativamente elencati.

Si deve precisare però che tal riserva di attività viene estesa, ai sensi dell’art. 18-bis del TUF, rubricato “Consulenti finanziari autonomi”, anche a tali altri soggetti e nello specifico il richiamato articolo così recita:

“La riserva di attività di cui all’articolo 18 non pregiudica la possibilità per le persone fisiche, in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali stabiliti (...) di prestare la consulenza in materia di investimenti, relativamente a valori mobiliari e a quote di organismi di investimento collettivo, senza detenere fondi o titoli appartenenti ai clienti. (...)”[9]

Nel TUF si legge come viene dichiaratamente estesa la possibilità alle persone fisiche in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza, oltre che patrimoniali prestabiliti, determinati dal MEF (Ministero dell'Economia e delle Finanze) e dalla CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), di prestare consulenza presso la clientela senza la previsione che il consulente debba essere legato ad una banca o ad un'impresa di investimento.

Si viene così a creare la figura del consulente autonomo e viene inoltre specificato il suo campo di attività, potendo egli "prestare la consulenza in materia di investimenti, relativamente a valori mobiliari e a quote di organismi di investimento collettivo". [9]

Viene però specificato anche che il consulente autonomo non può entrare a contatto diretto con il patrimonio dei propri clienti ed in questa constatazione vi è un parallelismo rispetto a quel che è previsto per i consulenti abilitati all'offerta fuori sede, come si vedrà successivamente.

Il consulente autonomo può però consigliare ai clienti come impartire gli opportuni ordini ai soggetti abilitati o intermediari a cui si appoggiano per la negoziazione dei vari strumenti, cosicché le operazioni suggerite e le strategie di investimento e di gestione della situazione finanziaria del cliente possano essere realizzate nel modo più adeguato.

Per quel che riguarda la consulenza fornita da persone giuridiche, all'art. 18-ter del TUF, rubricato "Società di consulenza finanziaria" (SCF), è prescritto quanto segue: "La riserva di attività di cui all'articolo 18 non pregiudica la possibilità per le società costituite in forma di società per azioni o società a responsabilità limitata, in possesso dei requisiti patrimoniali e di indipendenza ... di prestare la consulenza in materia di investimenti relativamente a valori mobiliari e a quote di organismi d'investimento collettivo, senza detenere fondi o titoli appartenenti ai clienti". [9]

Anche in questo caso la riserva di attività di cui all'art. 18 TUF viene derogata, consentendo anche alle società di esercitare la consulenza finanziaria, per altro con molte somiglianze riguardo alle prescrizioni dettate per i consulenti autonomi, sia in termini di requisiti necessari che di obblighi da seguire nell'esercizio dell'attività. Un'altra peculiarità prescritta *ex lege* risiede nella previsione in merito alla forma giuridica di tali società, che devono essere esclusivamente costituite in forma di S.P.A. (Società per Azioni) o di S.R.L. (Società a Responsabilità Limitata).

Tali enti, al pari dei consulenti, sia autonomi che abilitati all'offerta fuori sede, non possono detenere strumenti finanziari di proprietà dei clienti; essi possono però svolgere il servizio con le stesse linee di azione già delineate per i consulenti finanziari autonomi.

Vi è da considerare inoltre un'ulteriore fonte normativa che si aggiunge alla disciplina dettata dal TUF: la Delibera CONSOB n.20307/2018 (Regolamento Intermediari), successivamente aggiornata con delibera n. 21466 del 29 Luglio 2020 e con delibera n. 21755 del 10 Marzo 2021.

All'art. 162 del Regolamento Intermediari, rubricato "Regole generali di comportamento" vengono date ulteriori indicazioni in merito alla disciplina riguardante i consulenti autonomi e le SCF.

Il primo comma di tal articolo riprende delle disposizioni già delineate dal TUF, motivo questo per cui non viene commentato.

Il successivo comma è interessante al fine di circoscrivere in modo più dettagliato alcuni aspetti relativi alle modalità con cui questi soggetti devono operare.

Difatti, preso atto del fatto che vi sono dei flussi informativi che intercorrono tra consulente e cliente, l'art 162 dispone:

"I consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria sono tenuti a mantenere la riservatezza sulle informazioni acquisite dai clienti o dai potenziali clienti o di cui comunque dispongano in ragione della propria attività, salvo ... altro caso in cui l'ordinamento ne consenta o ne imponga la rivelazione. È comunque vietato l'uso delle suddette informazioni per interessi diversi da quelli strettamente professionali." [10]

I flussi informativi tra le due parti sono decisamente tutelati anche dalla MiFID II, che in tal senso pone stringenti obblighi sui soggetti abilitati, mantenendo sempre come obiettivo ultimo l'interesse e la tutela dell'investitore. Infatti, l'obbligo di riservatezza sulle informazioni, le quali possono anche contenere dati sensibili o di natura confidenziale, è posto a tutela del cliente poiché esso si vede talvolta obbligato a rivelarle al consulente al fine di metterlo al corrente della situazione nel suo complesso, e ciò per non incorrere in valutazioni parziali, a discapito della qualità del servizio.

L'obbligo di riservatezza è in linea anche con l'agire etico del consulente, il quale risulta così obbligato all'uso di tali informazioni solamente a fini professionali, al di fuori dei quali il loro uso risulterebbe sicuramente improprio.

1.2.4) PRINCIPI DI CARATTERE GENERALE

L'art. 24 della MiFID II, rubricato "Principi di carattere generale e informazione del cliente", al comma 1 prevede:

"Gli Stati membri prescrivono che le imprese di investimento (...) agiscano in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi dei loro clienti e che esse rispettino in particolare i principi di cui al presente articolo e all'articolo 25 "[11]

Parallelamente, l'art. 21 del TUF, rubricato "Criteri generali", al comma 1 prescrive le linee guida secondo ciò che segue per i soggetti abilitati allo svolgimento dell'attività professionale, i quali devono:

"comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati "[9]

Per completezza espositiva, si precisa che l'articolo 25 della MiFID II tratta della "valutazione dell'idoneità e dell'adeguatezza e comunicazioni ai clienti".

Al di là di ciò, in entrambe le fonti legislative in analisi, si ritrovano i requisiti di comportamento che, per quanto diversamente espressi, richiamano all'agire etico del soggetto abilitato all'esercizio della professione, riscontrando inoltre l'ulteriore uguaglianza riguardo al fine ultimo della norma, ovvero che l'agire del soggetto esercitante deve essere rivolto all'interesse dei clienti.

Quest'ultimo concetto rappresenta un principio su cui la MiFID II è basata, oltre ad essere uno dei principali obiettivi per cui essa è stata concepita e successivamente emanata.

Proprio a tal proposito, all'art. 27 della MiFID II, rubricato "Obbligo di eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente" viene disposto ciò che segue:

"Gli Stati membri prescrivono alle imprese di investimento di adottare misure sufficienti per ottenere (...) il miglior risultato possibile per i loro clienti, tenuto conto del prezzo, dei costi, della rapidità e della probabilità di esecuzione e di regolamento, delle dimensioni e della natura dell'ordine o di qualsiasi altra

considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione. Tuttavia, ogniqualvolta esistano istruzioni specifiche date dal cliente, l'impresa di investimento è tenuta ad eseguire l'ordine seguendo tali istruzioni. (...)“[11]

Si legge in tal disposizione che è posto un obbligo di conseguimento del miglior risultato possibile per i clienti (c.d. “principio della best execution”), ovviamente compatibilmente con le condizioni di mercato del periodo in cui l'ordine viene impartito al soggetto abilitato. Per di più, sui soggetti a cui è conferito l'incarico di esecuzione dell'ordine grava l'obbligo di dimostrare al cliente, qualora da questi richiesto, che l'ordine è effettivamente stato concluso alle migliori condizioni possibili.

Tutto questo avviene sempre che il cliente non impartisca delle istruzioni specifiche di esecuzione, nel qual caso hanno precedenza le disposizioni date da quest'ultimo.

1.2.5) TARGETING

L'art. 24 della MiFID II citato al paragrafo precedente, al suo c. 2, sempre in merito al tema dell'agire nel miglior interesse del cliente, ulteriormente dispone che:

“Le imprese di investimento che realizzano strumenti finanziari per la vendita alla clientela fanno sì che tali prodotti siano concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali individuato all'interno della pertinente categoria di clienti e che la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari sia compatibile con il target.

(...)

L'impresa di investimento deve conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati, valutarne la compatibilità con le esigenze della clientela cui fornisce servizi di investimento tenendo conto del mercato di riferimento di clienti finali ... e fare in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente. “[11]

Grazie a tal disposizione, la MiFID II permette di introdurre un primo step di targeting già in fase di progettazione del prodotto finanziario, stabilendo che il prodotto nascente deve già prevedere un mercato di riferimento, non potendo quindi essere venduto ad una clientela indistinta, senza che essa non manifesti

prima degli obiettivi e delle esigenze di investimento correttamente e precisamente individuabili.

Ovviamente questa disposizione va a tutela degli investitori, poiché i soggetti che svolgono l'attività di consulenza e che collocano prodotti finanziari non potranno più vendere prodotti che non seguono perfettamente la morfologia delle esigenze del cliente; tal pratica, detta, verrà ripresa nel seguito, al paragrafo 1.3.

1.2.6) INFORMAZIONE DEL CLIENTE

Sempre a tutela dell'interesse del cliente, il TUF, all'art. 21 c. 1 lettera b, dispone che i soggetti abilitati devono "acquisire, le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati "[9]

Da tale disposizione si nota che è richiesta al soggetto abilitato l'acquisizione di tutte le informazioni relative al cliente utili ad un adeguato svolgimento dell'attività di consulenza, come d'altronde viene anche naturale pensare: difatti, senza di queste risulterebbe alquanto difficile rendere al cliente un servizio di qualità.

Viene poi imposto sul soggetto abilitato l'obbligo di operare in modo che il cliente risulti sempre adeguatamente informato.

Ai fini della tutela del cliente sorgono quindi precisi obblighi in capo al soggetto abilitato riguardo i flussi informativi che intercorrono tra di essi, i quali generalmente si concretizzeranno per mezzo del consulente.

Un esempio lampante dell'obbligo di acquisizione di informazioni da parte dei soggetti sui propri clienti e dei relativi flussi informativi, si ravvisa nell'uso di un questionario di profilatura a cui il cliente viene sottoposto prima dell'inizio del servizio, utilizzato in funzione della normativa MiFID II, cosicché il consulente abbia a sua disposizione informazioni utili, per esempio, alla determinazione delle esigenze del cliente e del relativo profilo di rischio, a cui si dovrà attenere per strutturare in modo adeguato il portafoglio di investimento e tutti gli altri aspetti, accessori e non, relativi al servizio reso. L'argomento dei questionari verrà approfondito al paragrafo 1.4.

Sempre allo stesso articolo, il comma 2 recita che "nello svolgimento dei servizi e delle attività di investimento è possibile agire in nome proprio e per conto del cliente previo consenso scritto di quest'ultimo" [9], permettendo così ai soggetti abilitati di

dare esecuzione agli ordini impartiti dai clienti, purché venga rispettato il requisito del consenso scritto dettato dalla norma.

Successivamente, l'art. 21 c. 1 lettera d riporta che i soggetti abilitati devono "disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività." [9]

Secondo quanto previsto è necessario che i soggetti abilitati siano anche dotati di un insieme di strumenti e procedure idonei a garantire un accurato processo di controllo interno sull'interezza delle attività svolte, cosicché al cliente sia sempre garantito un servizio efficiente e al più possibile privo di lacune.

1.2.7) ATTIVITÀ DI MARKETING E PUBBLICIZZAZIONE DEI PRODOTTI E DEI SERVIZI FINANZIARI

Per quanto riguarda invece la pubblicizzazione delle attività e dei prodotti finanziari, la MiFID II, all'art. 24 comma 3, dispone che "tutte le informazioni, comprese le comunicazioni di marketing, indirizzate dalle imprese di investimento a clienti o potenziali clienti sono corrette, chiare e non fuorvianti. Le comunicazioni di marketing sono chiaramente identificabili come tali." [11]

Parallelamente il TUF, all'art. 21 c.1 lettera c, che prescrive le linee guida allo svolgimento dell'attività professionale per i soggetti abilitati, dispone che essi devono "utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti" [9]

Anche qui si nota che, nel TUF, la Direttiva di derivazione europea è stata recepita con successo oltre che con estrema attinenza alle relative disposizioni, tanto che le comunicazioni pubblicitarie oggetto delle suddette norme devono rispettare degli identici requisiti secondo entrambe le fonti.

1.2.8) MODALITÀ DI ESECUZIONE DEL SERVIZIO DI CONSULENZA AUTONOMA PER LE PERSONE FISICHE E PER LE SCF

Ricordando che, nella legislazione italiana, l'erogazione del servizio di consulenza finanziaria autonoma è legittimata dalla deroga di cui all'art. 18-bis e 18-ter del TUF

sulla riserva di attività prevista dall'art. 18 del TUF, si rilevano ulteriori importanti somiglianze tra le due fonti legislative oggetto di analisi.

L'art. 24 c. 4 della MiFID II così recita:

“Ai clienti o potenziali clienti sono fornite tempestivamente informazioni appropriate sull'impresa di investimento e i relativi servizi, gli strumenti finanziari e le strategie di investimento proposte, le sedi di esecuzione e tutti i costi e oneri relativi. Tali informazioni comprendono:

- a) in caso di prestazione di consulenza in materia di investimenti, l'impresa di investimento, in tempo utile prima della prestazione della consulenza, deve informare il cliente di quanto segue:
 - i) se la consulenza è fornita su base indipendente o meno;
 - ii) se la consulenza è basata su un'analisi del mercato ampia o più ristretta delle varie tipologie di strumenti finanziari, e in particolare se la gamma è limitata agli strumenti finanziari emessi o forniti da entità che hanno stretti legami con l'impresa di investimento o altro stretto rapporto legale o economico, come un rapporto contrattuale talmente stretto da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata; ...” [11]

Successivamente il c. 7 del citato articolo così riporta:

“Quando l'impresa di investimento informa il cliente che la consulenza in materia di investimenti è fornita su base indipendente, essa:

- a) valuta una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato, che devono essere sufficientemente diversificati in termini di tipologia ed emittenti o fornitori di prodotti da garantire che gli obiettivi di investimento del cliente siano opportunamente soddisfatti e non devono essere limitati agli strumenti finanziari emessi o forniti
 - i) dall'impresa di investimento stessa o da entità che hanno con essa stretti legami o
 - ii) da altre entità che hanno con l'impresa di investimento stretti legami o rapporti legali o economici - come un rapporto

contrattuale - tali da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata;

- b) non accetta e trattiene onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi (...) in relazione alla prestazione del servizio ai clienti. (...)[11]

I benefici non monetari di entità minima percepiti e finalizzati al miglioramento del servizio non sono oggetto delle disposizioni del comma 7 lettera b, purché essi non pregiudichino l'indipendenza della consulenza prestata e sempre che siano comunicati chiaramente e tempestivamente al cliente.

Il TUF, invece, all'art. 24-bis, rubricato "Consulenza in materia di investimenti" al c.1 così dispone:

"In caso di esercizio della consulenza in materia di investimenti, il cliente è informato, in tempo utile prima della prestazione del servizio, anche di quanto segue:

- a) se la consulenza è fornita su base indipendente o meno;
- b) se la consulenza è basata su un'analisi del mercato ampia o più ristretta delle varie tipologie di strumenti finanziari, e in particolare se la gamma è limitata agli strumenti finanziari emessi o forniti da entità che hanno con il prestatore del servizio stretti legami o altro stretto rapporto legale o economico, come un rapporto contrattuale talmente stretto da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata;(...)" [9]

L'immediatamente successivo c. 2 poi prescrive:

"Nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti su base indipendente, si applicano le seguenti regole:

- a) è valutata una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato, che siano sufficientemente diversificati in termini di tipologia ed emittenti o fornitori di prodotti in modo da garantire che gli obiettivi di investimento del cliente siano opportunamente soddisfatti e non siano limitati agli strumenti finanziari emessi o forniti:

- i) dal prestatore del servizio o da entità che hanno con esso stretti legami, o

- ii) da altre entità che hanno con il prestatore del servizio stretti legami o rapporti legali o economici, come un rapporto contrattuale talmente stretto da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata;
- b) non sono accettati e trattenuti onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi (...)” [9]

Al pari delle previsioni contenute nella normativa MiFID II, non sono oggetto delle disposizioni riportate al comma 2 lettera b, i benefici non monetari di entità minima percepiti e finalizzati al miglioramento del servizio, purché essi non pregiudichino l'indipendenza della consulenza prestata e sempre che siano comunicati chiaramente e tempestivamente al cliente.

Sebbene i concetti che la norma vuole esprimere siano riportati con parole leggermente diverse, come già anticipato si rileva un'importante somiglianza tra le due fonti, che dimostra ancora una volta come il TUF abbia recepito con successo le disposizioni della fonte sovranazionale.

Anche la struttura con cui sono costruite le disposizioni è pressoché identica; trattasi questo di un altro segno della volontà di proseguire verso l'armonizzazione della disciplina nazionale a quella sovranazionale. Difatti, la prima parte delle norme appena riportate impone di rendere chiaro al cliente se la consulenza sia resa su base indipendente o meno, nel qual caso deve essere palesato il potenziale conflitto di interesse dettato dalle forme remunerative, mentre la seconda parte riportata detta le modalità tramite le quali questa deve essere svolta.

Poiché l'art. 24-bis del TUF, comma 1, punto a) – a cui corrisponde la disposizione MiFID II all'art. 24, comma 4, punto i) – prevede che vi sia la possibilità di fornire la consulenza su base indipendente o meno, da tal disposizione sembra nascere una doppia opportunità per i consulenti, ovvero l'opportunità di lavorare per un soggetto esercitante l'attività, oppure di lavorare come consulenti autonomi, in quest'ultimo caso al pari di un avvocato o un commercialista o di qualsiasi altro libero professionista.

L'art. 24-bis del TUF, al comma 1, obbliga i soggetti abilitati a rendere chiari i loro legami con istituti emittenti di prodotti finanziari o con altri soggetti abilitati, rafforzando poi al punto c) (qui non riportato per chiarezza espositiva) la

trasparenza richiamata dall'art. 21 comma 1 che deve riguardare anche i flussi informativi.

Successivamente al comma 2 vengono disciplinate in modo più specifico le modalità con cui devono agire i consulenti autonomi, facendo leva sulla diversificazione e sulla trasparenza dei prodotti consigliati e venendo oltretutto specificato l'impedimento per questi soggetti di percepire compensi monetari in qualsiasi forma da terzi, rafforzando ulteriormente il già consolidato concetto di autonomia (o indipendenza).

Difatti, in tema di autonomia, vi è una differenza fondamentale rispetto alla consulenza finanziaria basata sull'offerta fuori sede, poiché il soggetto che esercita in autonomia non può essere in alcun modo legato ad istituti finanziari – si verificherebbe altrimenti un palese conflitto di interesse; il consulente autonomo o le SCF, infatti, sono soggetti che saranno remunerati solamente a parcella, essendo questa posta a garanzia della loro indipendenza. Il consulente o la SCF, difatti, non riceveranno alcun compenso rilevante da soggetti terzi, o da soggetti emittenti di prodotti finanziari per i consigli sugli stessi forniti.

Grazie a tal forma di remunerazione del servizio il professionista risulterà autonomo a tutti gli effetti, non essendo il consulente incentivato in alcun modo da flussi reddituali legati alla vendita di prodotti, dinamica questa che invece si può verificare per il consulente abilitato all'offerta fuori sede proprio in virtù del legame che ha per definizione con l'istituto nel cui interesse opera. Questi motivi giustificano il fatto per cui i consulenti finanziari autonomi, al pari delle società di consulenza, sono comunemente detti fee-only planners.

Il Testo Unico domestico dispone poi esplicitamente quelle che sono le norme di azione a cui i consulenti autonomi e le Società di Consulenza Finanziaria si devono attenere.

L'art. 30-bis del TUF, rubricato "Modalità di prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti da parte dei consulenti finanziari autonomi e delle società di consulenza finanziaria", al c. 1 così recita:

"I consulenti finanziari autonomi (...) possono promuovere e prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti anche in luogo diverso dal domicilio eletto.

Le società di consulenza finanziaria (...) possono promuovere e prestare il servizio

di consulenza in materia di investimenti anche in luogo diverso dalla sede legale mediante consulenti finanziari autonomi. “[9]

Il successivo c. 2 riporta:

“L’efficacia del contratto di consulenza concluso in luogo diverso dal domicilio eletto o dalla sede legale è sospesa per la durata di sette giorni decorrenti dalla data di sottoscrizione da parte del cliente al dettaglio. Entro detto termine il cliente può comunicare il proprio recesso senza spese, né corrispettivo al consulente finanziario autonomo o alla società di consulenza finanziaria; tale facoltà è indicata nei moduli o formulari consegnati al cliente al dettaglio.” [9]

Infine, il c. 3 dello stesso articolo precisa:

“L’omessa indicazione della facoltà di recesso nei moduli o formulari comporta la nullità dei relativi contratti, che può essere fatta valere solo dal cliente al dettaglio. “[9]

Per il consulente finanziario autonomo – così come per le SCF – viene implementata una regolamentazione sia per quanto riguarda i luoghi ove è previsto lo svolgimento del servizio, sia per quanto riguarda la disciplina dei contratti, dei quali è prevista la nullità qualora non riportino esplicitamente la clausola che sancisce la facoltà del cliente di recedere dal contratto, clausola questa che è ovviamente a sua tutela; come riportato nel comma 3, la nullità dei contratti vale solo per i clienti al dettaglio, contrapposti per definizione ai c.d. clienti professionali.

Si nota infine al c. 1 dell’articolo analizzato come venga esplicitata la possibilità per i consulenti autonomi di fungere da mezzo per la prestazione del servizio da parte delle società di consulenza.

A seguito della presentazione fin qui effettuata, si denota anche che vi sono degli importanti parallelismi e sinergie tra la disciplina dei consulenti finanziari autonomi e delle SCF: spesso le disposizioni legislative per questi soggetti sono molto simili, e non mancano inoltre disposizioni che ne consentono la collaborazione.

La disciplina legislativa riportata in quest’ultimo articolo ha anche delle somiglianze per quanto riguarda l’offerta fuori sede, svolta invece per mezzo degli appostiti consulenti.

1.2.9) CONSULENZA SVOLTA FUORI SEDE E MODALITÀ DI SVOLGIMENTO DELLA STESSA

Relativamente ai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede la MiFID II, all'art. 29, rubricato "Obblighi delle imprese di investimento che nominano agenti collegati", descrive come devono agire le banche o le imprese di investimento qualora si dovessero avvalere di collaboratori. Al comma 1 è disposto come segue:

"Gli Stati membri permettono alle imprese di investimento di nominare agenti collegati per promuovere i loro servizi, procurare clienti o ricevere ordini dei clienti o dei potenziali clienti e trasmetterli, collocare strumenti finanziari e prestare consulenza rispetto agli strumenti e servizi finanziari proposti da tali imprese." [11]

Al comma 2 viene successivamente prescritto:

"Gli Stati membri prescrivono che le imprese di investimento che decidono di nominare agenti collegati mantengano la responsabilità piena e incondizionata per qualunque azione o omissione compiuta da detti agenti quando operano per conto di tali imprese di investimento. Gli Stati membri prescrivono alle imprese di investimento di garantire che gli agenti collegati comunichino immediatamente a qualsiasi cliente o potenziale cliente in che veste operano e quale impresa di investimento rappresentano.

Gli Stati membri possono permettere (...) agli agenti collegati registrati nel loro territorio di detenere denaro e/o strumenti finanziari dei loro clienti per conto e sotto la piena responsabilità dell'impresa di investimento per la quale operano nel loro territorio.

(...) "[11]

Infine, al comma 3 risulta quanto segue:

"Gli agenti collegati sono iscritti nel registro pubblico dello Stato membro in cui sono stabiliti.

(...)

Gli Stati membri assicurano che gli agenti collegati siano iscritti nel registro pubblico solo quando sia stato accertato che soddisfano il criterio dell'onorabilità e possiedono le conoscenze generali, commerciali e professionali e la competenza adeguate per essere in grado di prestare il servizio d'investimento o servizio

accessorio e comunicare accuratamente tutte le informazioni riguardanti il servizio proposto al cliente o potenziale cliente. “[11]

Facendo ora riferimento alla normativa italiana, l’art. 30 del TUF, rubricato “Offerta fuori sede”, al c. 1 definisce la pratica dell’offerta fuori sede di prodotti e di strumenti finanziari come qui sotto riportato:

“Per offerta fuori sede si intendono la promozione e il collocamento presso il pubblico:

- a) di strumenti finanziari in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento;
 - b) di servizi e attività di investimento in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze di chi presta, promuove o colloca il servizio o l'attività;
- (...)“[9]

L’art. 1 del TUF già richiamato all’inizio del capitolo, fornisce inoltre delle definizioni importanti, che intersecano la normativa europea in particolare nella definizione di agente collegato, definizione questa a cui si collega direttamente quella di consulente finanziario abilitato all’offerta fuori sede.

Tal articolo, al c. 5-septies.2 recita:

“Per “agente collegato” si intende la persona fisica o giuridica che, sotto la piena e incondizionata responsabilità di una sola impresa di investimento per conto della quale opera, promuove servizi di investimento e/o servizi accessori presso clienti o potenziali clienti, riceve e trasmette le istruzioni o gli ordini dei clienti riguardanti servizi di investimento o strumenti finanziari, colloca strumenti finanziari o presta consulenza ai clienti o potenziali clienti rispetto a detti strumenti o servizi finanziari.” [9]

Al successivo comma 5-septies.3 viene poi disposto che:

“Per “consulente finanziario abilitato all’offerta fuori sede” si intende la persona fisica iscritta nell’apposita sezione dell’albo previsto dall’articolo 31, comma 4, del presente decreto che, in qualità di agente collegato, esercita professionalmente l’offerta fuori sede come dipendente, agente o mandatario.” [9]

I soggetti abilitati allo svolgimento dei servizi di investimento normalmente, quando svolti all’interno del territorio italiano, si avvalgono della collaborazione di consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede, i quali sono per definizione legati

ai primi da un rapporto di lavoro subordinato, da un mandato o da un rapporto di agenzia (ex. art. 1 c.5-septies.3 del TUF), che hanno per oggetto la promozione o il collocamento di prodotti finanziari per conto del soggetto nel cui interesse il consulente agisce.

Si precisa che nel campo dell'offerta fuori sede, ex art. 30 c. 6 del TUF, è prevista la facoltà del cliente di recedere dai contratti stipulati fuori sede entro sette giorni senza spese né corrispettivo da dover corrispondere al consulente e la comunicazione va allo stesso consegnata oppure, in alternativa, va consegnata al soggetto abilitato per cui il consulente opera.

Su questo punto vi è una similitudine normativa con le regole che fanno riferimento ai contratti conclusi dai consulenti finanziari autonomi.

Sempre in materia di offerta fuori sede, è interessante segnalare che la MiFID II concede la possibilità, ai consulenti collegati ad imprese di investimento, di detenere denaro e strumenti finanziari di proprietà dei clienti, cosa che invece il TUF vieta espressamente, all'art. 31, comma 2-bis; quest'ultimo così recita:

“I consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede non possono detenere denaro e/o strumenti finanziari dei clienti o potenziali clienti del soggetto per cui operano. “[9]

Vi è, in questo caso, un'importante divergenza tra la fonte normativa europea e quella italiana, risultando quest'ultima più restrittiva.

Proseguendo nella lettura del TUF, l'art. 31, rubricato “Consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede e Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari” disciplina, come precedentemente segnalato all'art. 30-bis del TUF in materia di consulenza autonoma, le modalità di attività a cui devono tenersi i consulenti abilitati all'offerta fuori sede.

Al secondo comma dell'art. 31 TUF si legge “l'attività di consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede è svolta esclusivamente nell'interesse di un solo soggetto. Il consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede promuove e colloca i servizi d'investimento e/o i servizi accessori presso clienti o potenziali clienti, riceve e trasmette le istruzioni o gli ordini dei clienti riguardanti servizi d'investimento o prodotti finanziari, promuove e colloca prodotti finanziari, presta consulenza in materia di investimenti ai clienti o potenziali clienti rispetto a detti prodotti o servizi finanziari. (...)” [9]

Dalla lettura del comma riportato si nota come il consulente abilitato all'offerta fuori sede sia obbligato ad operare nell'interesse di un solo soggetto promuovendo e collocando i vari servizi e prodotti finanziari – accessori e non, essendogli di conseguenza implicitamente vietato di lavorare per una qualsiasi pluralità di soggetti.

Il servizio di consulenza in questo caso si limita ai prodotti e servizi sopra menzionati, ovviamente emessi dal soggetto nel cui interesse il consulente opera.

In una situazione così configurata vi è la potenzialità del verificarsi di un conflitto di interessi, definito questo come dinamiche di interessi divergenti tra le parti, poiché idealmente il cliente che cerca consulenza aspira al miglior prodotto possibile per la sua situazione o per le sue necessità, mentre il consulente si deve limitare alla vendita di prodotti e servizi finanziari emessi dal soggetto nel cui interesse opera limitando così in maniera considerevole il range di scelta del prodotto più adeguato ai fini di soddisfare le esigenze del cliente. Questo fattore, insieme agli eventuali incentivi di remunerazione previsti per il consulente, dei quali si è già parlato, costituisce il motivo per cui lo stesso in questi casi rischia di non trovarsi nella situazione di fornire un consiglio imparziale ed obiettivo, minando potenzialmente (anche se non necessariamente) l'appropriatezza del prodotto offerto al cliente, o quanto meno di limitarne i benefici rispetto ad una alternativa presente nel mercato. Al c. 3 dello stesso articolo del TUF si legge poi che "il soggetto che conferisce l'incarico è responsabile in solido dei danni arrecati a terzi dal consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede, anche se tali danni siano conseguenti a responsabilità accertata in sede penale" facendo in tal modo sì che la normativa nazionale risulti, come sovente accade, conforme alla normativa MiFID II, al cui art. 29 c. 2, viene specificato che sull'impresa di investimento ricade la piena ed incondizionata responsabilità per qualunque azione o omissione compiuta dall'agente, ovvero dal consulente; tal concetto viene peraltro ribadito alle prime righe dell'art. 1 c. 5-septies.2 del TUF.

Interviene inoltre il Regolamento Intermediari disciplinando più nel dettaglio il campo in cui il consulente fuori sede può agire.

A tal proposito risulta rilevante l'art. 158 c. 2 del Regolamento Intermediari, rubricato "Regole generali di comportamento" nel quale viene ribadito nuovamente l'importanza dell'agire etico che il consulente deve tenere – anche in relazione al

trattamento delle informazioni di natura confidenziale date dal cliente – in aggiunta ai limiti ad esso imposti dal soggetto abilitato per cui lavora.

Il richiamato c. 2 così recita:

“I consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede sono tenuti a mantenere la riservatezza sulle informazioni acquisite dai clienti o dai potenziali clienti o di cui comunque dispongano in ragione della propria attività, salvo che nei confronti del soggetto per conto del quale operano e del soggetto i cui servizi e attività di investimento, strumenti finanziari o prodotti sono offerti (...) e in ogni altro caso in cui l’ordinamento ne imponga o ne consenta la rivelazione. È comunque vietato l’uso delle suddette informazioni per interessi diversi da quelli strettamente professionali.” [10]

1.2.10) ORGANISMO DI VIGILANZA E TENUTA DELL’ALBO UNICO DEI CONSULENTI FINANZIARI (OCF)

Successivamente, all’art. 31 del TUF, che si ricorda essere rubricato “Consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede e Organismo di vigilanza e tenuta dell’albo unico dei consulenti finanziari” al comma 4, viene istituito l’albo unico, che viene suddiviso in tre sezioni: consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede, Società di Consulenza Finanziaria e consulenti finanziari autonomi.

Contrariamente a quanto si potrebbe intuire dalla rubrica dell’articolo questa disposizione non interessa solamente i consulenti abilitati all’offerta fuori sede e ciò emerge dalle sezioni in cui è suddiviso l’albo. Esso, infatti, raccoglie l’intera gamma dei soggetti operanti nel settore, dalla persona fisica fino alla persona giuridica.

Al c. 5 si legge inoltre che i requisiti di professionalità e onorabilità prescritti per l’esercizio di tal professione sono determinati dal MEF (Ministero dell’Economia e delle Finanze) sentita anche la CONSOB, e tali requisiti “sono accertati sulla base di rigorosi criteri valutativi che tengano conto della pregressa esperienza professionale”. [9]

In definitiva, sono espressi molteplici volte gli stessi concetti nelle diverse fonti normative sia di natura europea che in quelle di derivazione domestica; ciò sta a dimostrare come il TUF e il Regolamento intermediari abbiano recepito con successo le disposizioni normative imposte dalla Direttiva, sebbene sia

rintracciabile anche qualche deroga che rende la normativa nazionale un po' più stringente.

La figura del consulente finanziario, come delineato dalle norme finora citate, risulta essere una figura che può operare in diversi campi e in molteplici modalità, risultando però molto regolata e soggetta a controlli stringenti, oltre che reiterati. Ma ciò che accomuna tutte le figure di consulenza precedentemente descritte è il rapporto diretto che il consulente intrattiene con i propri clienti. Questo costituisce una parte fondamentale del lavoro del consulente finanziario, ed altrettanto importanti sono le dinamiche che regolano il rapporto tra i due, determinate in buona parte dal rapporto fiduciario che tra essi intercorre. Altrettanto importanti però, al fine di condurre una buona relazione, sono le dinamiche emotive e anche il saper riconoscere da parte del consulente gli errori di pensiero comunemente commessi.

Queste considerazioni sono direttamente legate alla behavioural finance, che ormai pervade gran parte del mondo finanziario e che sarà oggetto di trattazione al capitolo 3.

1.3) PRODUCT GOVERNANCE, PRODUCT INTERVENTION E OPINIONI AUTOREVOLI SULL'INTRODUZIONE DELLA MIFID II

In generale con il recepimento nel TUF della Direttiva europea MiFID II si realizza un passaggio fondamentale per la professione del consulente finanziario ovvero, si promuove l'arricchimento di tale attività aggiungendo alla logica del prodotto la logica del servizio e proiettando così la professione all'interno dello scenario finanziario europeo, verso un ruolo sempre più centrale.

La norma è stata chiaramente concepita nell'interesse dei risparmiatori ed investitori ed ha portato con sé due nuovi termini: "product governance" e "product intervention". [43]

Per product governance si intende un processo tale per cui, nella fase di realizzazione di un prodotto finanziario, l'ente emittente deve individuare la clientela "positiva" e "negativa", dove con il primo aggettivo si intende la clientela alla quale il prodotto risulta adatto, mentre con il secondo si intende, per contro, la clientela a cui il prodotto non dovrebbe essere proposto, se non a seguito di

specifiche richieste o di casi particolari che necessitano della copertura di bisogni a cui l'ipotetico prodotto finanziario fa riferimento.

Deve, in sostanza, essere eseguito un primo step di targeting dei potenziali clienti che risulteranno interessati ai nuovi prodotti finanziari. Spetterà poi al consulente finanziario accoppiare le esigenze espresse dal cliente al prodotto finanziario più opportuno. Si cerca quindi di porre fine alla pratica del misselling [39], pratica per cui venivano venduti prodotti finanziari a persone rispetto alle quali non vi era una corrispondenza né con il profilo di rischio del prodotto né con i bisogni che il prodotto soddisfa, facendo quindi sì che il prodotto risultasse per il cliente completamente inutile, se non addirittura deleterio.

Per spiegare il misselling si pensi al seguente esempio.

Si ipotizzi di essere nei panni di un cliente il cui prossimo obiettivo consiste nell'acquisto di un'immobile a destinazione prettamente personale, senza priorità di investimento (sulle quali si potrebbe ampiamente disquisire, ma che esulano dai fini della presente analisi). Si ipotizzi inoltre che egli disponga di un'ingente quantità di denaro in forma liquida e che pianifichi di ottenere una remunerazione se pur esigua su tal capitale, del quale è disposto a privarsi per breve tempo, fino a poco prima dell'ipotetica data di acquisto dell'immobile. Sicuramente un prodotto non adatto alle esigenze appena espresse in relazione all'obiettivo è rappresentato dai singoli titoli azionari con una strategia di random stock picking, o ancor più un investimento puramente speculativo in criptovalute; ovviamente in tali soluzioni vi sono alte prospettive di crescita del capitale, che però, vanno necessariamente di pari passo con il rischio di vedere tal capitale diminuire sensibilmente, con la conseguente potenzialità che, al momento in cui la somma si dovesse rendere necessaria per l'acquisto dell'immobile, essa non sia più immediatamente disponibile. Si rischia così di pregiudicare il conseguimento dell'obiettivo personale, ovvero uno dei motivi principali per cui ci si è affidati ad un consulente.

Le dinamiche remunerative poi, di cui si tratterà nel capitolo successivo, potrebbero portare il consulente opportunisto e privo di ottica lungimirante a praticare il misseling, ma la product governance cerca di intervenire esattamente su questo potenziale comportamento eticamente difforme, che in passato è stato tenuto sia da parte degli istituti finanziari che dai loro agenti.

Per i riferimenti normativi si rimanda al paragrafo “Targeting” dove viene trattato l’art. 24 MiFID II.

Con il product intervention invece si intende la facoltà riservata alle autorità di mercato di bloccare un prodotto finanziario prima del suo sbarco sul mercato. Tali interventi vengono posti in essere solo qualora si ravvisino situazioni ritenute significativamente pericolose per la condizione finanziaria dei risparmiatori/investitori o per la sicurezza e l’integrità dei mercati. [43]

Con tale approccio la MiFID II cerca di limitare il più possibile la vendita di prodotti finanziari potenzialmente dannosi e poco trasparenti, agendo sul divieto di commercializzazione di tali prodotti sulla base di un potere conferito ex lege alle diverse autorità di vigilanza. Con la product intervention è quindi come se venisse messo nelle mani delle diverse autorità di vigilanza un insieme “balistico” di strumenti il cui uso è consentito dalla legge in presenza di pratiche particolarmente scorrette, per porvi fine in modo celere, limitando così i potenziali danni che esse avrebbero altrimenti potuto arrecare.

Avendo quindi a riferimento quanto finora espresso si può affermare che la product governance attiene alla fase immediatamente precedente allo sbarco del prodotto finanziario sul mercato, mentre la product intervention è una procedura ex post che concerne le azioni di controllo da parte dell'autorità di vigilanza.

In un interessante intervista Carlo Alberto Carnevale Maffè, professore di strategia della School of Management dell’Università Bocconi, afferma che l’entrata in vigore della MiFID II è stata come una “tempesta perfetta” per il settore della consulenza finanziaria, ovvero che essa rappresenti una delle più grandi opportunità che il settore abbia vissuto negli ultimi anni. [38]

Afferma questo perché, secondo il suo parere, la MiFID II, dati tutti gli obblighi in capo ai consulenti e ai soggetti abilitati insieme agli obblighi formativi per gli stessi previsti, permetterà ad essi di effettuare un salto di qualità relativamente al servizio offerto, di modo che il vero valore della consulenza sia reso sempre più chiaro alla popolazione. La popolazione italiana purtroppo risulta essere una fra quelle europee che detiene un basso tasso di cultura finanziaria nonostante gli ingenti patrimoni a disposizione (liquidi e non), resisi disponibili anche grazie alla fama di essere grandi risparmiatori. Dato il contesto italiano egli afferma che “la scelta di non investire è un servizio che vale tanti soldi”. [38]

Sulla base di tal affermazione, la natural conclusione a cui si giunge è che la costruzione di un portafoglio di investimento, nonostante il rischio insito nello stesso e della potenziale volatilità di breve periodo, nel medio/lungo periodo risulterà essere un'ottima scelta; beninteso, si parla di investimento messo in atto con coscienza, metodo e razionalità, affidandosi ad un consulente con cui ci si possa sentire pienamente a proprio agio. Il cliente in tal modo riuscirà anche a far fronte alla forza erosiva sul potere d'acquisto operata dall'inflazione, senza andar incontro a pressioni emotive che autonomamente non sarebbe in grado di gestire correttamente.

Sicuramente la MiFID II porta con se anche un adeguamento a livello tecnologico ed informativo per i soggetti interessati, che però non deve essere visto come un appesantimento o una burocratizzazione ancor maggiore dell'operatività giornaliera, bensì come un'opportunità per i professionisti di settore di migliorare sensibilmente il flusso informativo con i propri clienti rendendolo così più fluido e continuo, ed evitando quindi che gli incontri tra il consulente ed il cliente si limitino alle situazioni di estrema necessità, oppure a sporadici incontri di routine tenuti poche volte l'anno. Tutto ciò, quindi, consentirà di approfondire la conoscenza reciproca sfociando poi in scelte sempre più adeguate.

L'opportunità offerta dalla tecnologia deve, in sostanza, essere sfruttata per perseguire un miglioramento sensibile del servizio, finalizzato oltretutto al suo massimo efficientamento, a cui conseguirà una maggiore qualità, la quale ne è una *conditio sine qua non*.

Carlo Alberto Carnevale Maffè afferma inoltre che “non è giusto remunerare un consulente solo in proporzione alla quantità di asset in gestione: va invece remunerato sulla base della qualità del servizio che offre, misurato in termini di professionalità, frequenza dei contatti con i clienti, gestione dei flussi di dati e, solo in ultima analisi, della performance”, confermando quindi la linea di pensiero appena illustrata. [38]

Per finire, e sempre a sostegno di tutte le conclusioni finora tratte, anch'egli afferma che il consulente può essere professionalmente paragonato alla figura del medico, il quale non deve essere incentivato alla prescrizione di farmaci inutili, portando così in luce il ruolo del consulente come “money doctor”, ruolo che, come si vedrà, la maggior parte della letteratura attribuisce al consulente finanziario. Anche questo è

uno dei grossi valori della consulenza, il cui scopo è anche evitare l'utilizzo di prodotti che rischiano di nuocere al cliente, andandone solo ad erodere il capitale disponibile, come precedentemente spiegato nella pratica del misselling. [38]

1.4) PROFILATURA DEI CLIENTI: QUESTIONARIO MIFID II E POTENZIALI INEFFICIENZE

Il questionario di profilatura è uno strumento che gli intermediari e i relativi consulenti, oltre che i consulenti autonomi, assumono come fedele alleato per identificare quale sia il livello di propensione al rischio di un cliente. Esso è composto da varie domande ed è lo strumento, primo fra tutti, che viene utilizzato per l'ottenimento delle informazioni utili a ben calibrare il servizio di consulenza.

L'art. 25 comma 2 della MiFID II, rubricato "Valutazione dell'idoneità e dell'adeguatezza e comunicazione ai clienti" tratta di tal materia e recita:

"Quando effettua consulenza in materia di investimenti o gestione di portafoglio, l'impresa di investimento ottiene le informazioni necessarie in merito alle conoscenze ed esperienze del cliente ... in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio, alla sua situazione finanziaria, tra cui la capacità di tale persona di sostenere perdite e ai suoi obiettivi di investimento, inclusa la sua tolleranza al rischio, per essere in grado di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari che siano adeguati al cliente ... e siano in particolare adeguati in funzione della sua tolleranza al rischio e della sua capacità di sostenere perdite. (...)" [11]

Proprio alle esigenze riportate nell'articolo di cui sopra risponde l'utilizzo del questionario di profilatura e le varie figure professionali, grazie ad esso, vengono messe nelle condizioni di fornire un consiglio adeguato ed appropriato.

In particolare:

- per adeguatezza, con riferimento ai servizi di gestione di portafogli e consulenza in materia di investimenti, si intende la coerenza tra: la conoscenza ed esperienza del cliente, la sua situazione finanziaria e i suoi obiettivi di investimento rispetto alle operazioni poste in essere. [46] Questo requisito risulta essere particolarmente importante nel rapporto di consulenza finanziaria; [48]

- per appropriatezza, con riferimento ai servizi di investimento diversi dalla consulenza in materia di investimenti e dalla gestione di portafogli, si intende la coerenza tra il livello di conoscenza ed esperienza del cliente rispetto le operazioni attuate. [46] Il requisito di appropriatezza risulta invece importante quando il cliente opera di sua iniziativa. [48]

Diventa quindi interesse del cliente stesso non fornire informazioni distorte ed in seguito si vedrà come ciò non sia così banale ed immediato quanto può sembrare.

Il questionario imposto dalla normativa MiFID II è suddiviso in quattro sezioni, così nominate:

- Sezione A – Dati Anagrafici;
- Sezione B – Esperienza Finanziaria e Conoscenze Possedute;
- Sezione C – Situazione Finanziaria;
- Sezione D – Obiettivi di Investimento e Propensione al Rischio.

All'interno di ogni singola sezione vi sono delle domande opportunamente formulate, che diventano un indice per il professionista delle dimensioni personali e materiali del cliente, ovviamente inerenti anche al profilo di rischio.

Questo strumento in sostanza consente al professionista di ottenere indicazioni concrete sulle esigenze del cliente e su quali siano i principali tratti della sua personalità. Sarà così possibile per il primo l'elaborazione di soluzioni con livelli di coerenza elevati ed in sintonia con le esigenze del secondo, permettendo così al professionista di perseguire il requisito di adeguatezza.

Ma, contrariamente a tal visione, Cervellati, nel suo libro *Finanza comportamentale e investimenti*, individua alcuni elementi tali per cui i questionari risultano spesso inefficienti. Si riportano di seguito le più importanti osservazioni con le relative argomentazioni.

“Gli investitori hanno una moltitudine di tolleranze al rischio, una per ogni conto mentale.” [6]

In base al mental accounting, spiegato con maggior dettaglio nell'apposito paragrafo, gli investitori dividono in conti mentali le proprie disponibilità tanto che, secondo la Behavioural Portfolio Theory di Shefrin e Statman [20], vi sono due possibilità: può esservi un unico conto (in accordo alla BPT/SA) oppure possono esservene plurimi (in accordo alla BPT/MA) e ad ogni conto mentale dovrebbe corrispondere un determinato profilo di rischio, cosicché i questionari possono

risultare efficienti solamente in campo di BPT/SA, cosa che invece non saranno nel caso di BPT/MA. [20]

“La tolleranza al rischio varia a seconda delle circostanze (se il mercato è salito o è sceso) e delle emozioni” [6]

Viene qui evidenziata anche l'importanza di determinati fattori contingenti rispetto alla determinazione dell'avversione (o propensione) al rischio di una persona, tanto che molto spesso le persone sembrano essere meno avverse al rischio nelle fasi di crescita del mercato, per merito di una fase di euforia/speranza, mentre nelle fasi di decrescita accade esattamente il contrario, a causa della paura (l'importanza della paura e della speranza sono riprese successivamente nella SP/A theory di Lopes).

Nel primo caso dai questionari potrebbe risultare una sottostima dell'avversione al rischio, mentre nel secondo caso si rischia di sovrastimare tal dimensione, che è invece di fondamentale importanza nell'ambito dell'investimento finanziario, al fine di consentire la corretta asset allocation di portafoglio.

Sembrerebbe inoltre che le performance passate di un determinato asset fungano da driver per l'associazione del profilo di rischio ad un determinato prodotto; si tratta invece di una metodica di valutazione assolutamente non affidabile, e ciò proprio a causa delle naturali evoluzioni e cambiamenti che permeano il sistema economico ed i mercati. Difatti, paragonando il processo valutazione dell'investimento all'attività di guida di un'auto, è molto rischioso decidere le proprie mosse sulla base di quel che appare dallo specchietto retrovisore.

“Altri fattori, oltre alla tolleranza al rischio, sono importanti; in particolare la fiducia dell'investitore nel proprio consulente e la sua overconfidence giocano un ruolo cruciale” [6]

Il profilo di rischio potrebbe non essere determinato con precisione poiché se un individuo dovesse risultare overconfident acconsentirà all'assunzione di rischi maggiori rispetto a quel che invece è il suo profilo di rischio reale; l'overconfidence rischia inoltre di essere accentuata dalla fiducia verso il proprio consulente, che, se incentivato alla vendita di prodotti rischiosi, potrebbe tendere ad oltrepassare i reali limiti di sopportazione del rischio del proprio cliente.

Come Cervellati [6] sostiene, sarebbe opportuno inserire delle domande comportamentali nei questionari di profilatura, per consentire una più completa ed

accurata comprensione del profilo di rischio. Ovviamente queste dovrebbero essere basate su forme di pensiero viziate, così da capire se il cliente rischia di adottarle in qualche modo; se così fosse il consulente potrebbe averne un riscontro pratico e sarebbe in grado di indirizzare al meglio il proprio cliente.

Tali forme pensiero verranno spiegate ed approfondite al capitolo 3, che tratta di finanza comportamentale.

CAPITOLO 2

LA FIDUCIA ED I LEGAMI CON LA CONSULENZA FINANZIARIA

2.1) Definizioni di fiducia; **2.2)** Tipologie di fiducia; **2.3)** Metodi di misurazione della fiducia; **2.3.1)** Trust Game e fiducia relazionale; **2.3.2)** Chicago Booth/Kellogg School Financial Trust Index; **2.3.3)** FTI Wave 28: analisi del grado di fiducia pre-pandemico; **2.4)** Il consulente finanziario come Money Doctor e fiducia col cliente; **2.4.1)** Fiducia diretta e fiducia indiretta; **2.4.2)** Il processo di formazione della fiducia; **2.5)** Aspetti del servizio di consulenza; **2.5.1)** Rendimento atteso; **2.5.2)** Costi del servizio e potenziali comportamenti disfunzionali dei consulenti; **2.5.3)** Communication game; **2.6)** La fiducia come bene comune.

2.1) DEFINIZIONI DI FIDUCIA

Il funzionamento del sistema sociale si basa sicuramente su dinamiche di natura oggettiva, quantitativa e concreta, ma almeno altrettanto importanti sono le vicende umane, le percezioni e le sensazioni che accompagnano e caratterizzano ogni transazione, indipendentemente dalla natura di quest'ultima.

Una dimensione umana che è da tempo oggetto di studio è la fiducia, valore questo che, come si vedrà nel seguito del presente lavoro, si rivela di fondamentale importanza per il buon funzionamento del sistema socioeconomico.

L'importanza di questa dimensione è ben sintetizzata in questa frase di Zingales (2008), che scrive "quando ci sono in gioco milioni di dollari, la semplice fiducia è insufficiente. Gli avvocati sono pagati per rivedere tutte le possibili contingenze e vengono messi in atto contratti sofisticati per proteggere le parti contraenti, ma in milioni di transazioni quotidiane, non ci sono né tempo né risorse per una seria due diligence. Se c'è fiducia, la transazione avviene; se non c'è, vi si rinuncia. E così milioni di piccole transazioni redditizie perse ... si traducono in miliardi di dollari di perdita di benessere e opportunità. "[22]

Già nella sua considerazione si nota la distinzione tra le dinamiche sociali di natura prevalentemente razionale e materiale, a cui fanno riferimento i contratti da milioni di dollari, e tra dinamiche sociali basate sulla dimensione più relazionale, a cui fanno

riferimento, per contro, le varie transazioni quotidiane. Egli sottolinea infine l'importanza nel complesso economico di quest'ultime, e mette di conseguenza in luce anche l'importanza della relazione interpersonale, oltre all'importanza di come questa viene regolata o gestita. A tal proposito, la fiducia risulta ovviamente una componente fondamentale per il mantenimento di rapporti fruttuosi.

Prima di procedere però, è necessario partire dalle basi, ovvero dalla definizione di fiducia.

Numerosi sono i tentativi della letteratura sul tema di dare una definizione univoca a questa dimensione umana, tanto eterea quanto concreta, al punto che gli studiosi non sono riusciti a darvi una sola definizione, bensì ne sono state individuate molteplici ugualmente valide e generalmente accettate.

Partendo banalmente dalla definizione del dizionario Treccani, per fiducia si intende quell' "atteggiamento, verso altri o verso sé stessi, che risulta da una valutazione positiva di fatti, circostanze, relazioni, per cui si confida nelle altrui o proprie possibilità, e che generalmente produce un sentimento di sicurezza e tranquillità"; già in questa definizione spicca la natura relazionale della fiducia, alla quale seguono sentimenti di sicurezza e tranquillità, i quali sicuramente sono dei coadiuvanti al fine di gestire positivamente relazioni e transazioni.

Altra descrizione dei meccanismi di fiducia è data da Gambetta (2000), ed egli scrive "quando diciamo che ci fidiamo di qualcuno o che qualcuno è degno di fiducia intendiamo implicitamente che la probabilità che egli compirà un'azione benefica (...) è abbastanza alta da permetterci di prendere in considerazione l'impegno in una qualche forma di cooperazione". [13]

Gambetta riconduce la fiducia ad un concetto di natura probabilistica, dicendo che, quando ci si fida di qualcuno, si è già implicitamente valutato che le probabilità di un accadimento positivo nei propri confronti è abbastanza alta da permettere che si possa considerare di cooperare con l'altro soggetto. Questa visione, per certi versi, è riconducibile al Trust Game, di cui si tratterà in seguito.

Poi ancora, la filosofa Annette Baier arriva al punto di affermare che "qualunque cosa sia importante per gli esseri umani, la fiducia è l'atmosfera in cui essi prosperano". [1]

In altre parole, Baier paragona la fiducia ad un'atmosfera senza la quale l'umanità non potrebbe in alcun modo prosperare, elevando così la fiducia ad una dimensione sociale ed esistenziale.

Altri autori riconducono poi il concetto di fiducia ad essere una delle parti integranti di quello che è definibile come "capitale sociale", dove quest'ultimo è, secondo Bourdieu (1980) "la somma delle risorse, materiali o meno, che ciascun individuo o gruppo sociale ottiene grazie alla partecipazione a una rete di relazioni interpersonali basate su principi di reciprocità e mutuo riconoscimento". [28]

Restando in tema di reciprocità e di mutuo riconoscimento, la fiducia, essendo una componente che rende appagante una relazione ed essendo al contempo vulnerabile rispetto all'altrui tradimento, è anche descrivibile come "quel bene che cresce con l'uso e decresce col disuso". [40]

Si può ora immaginare come alla fiducia siano attribuibili altre innumerevoli definizioni ugualmente valide, che possono variare e far riferimento a dimensioni diverse in funzione del significato che le si conferisce, oltre che a seconda della prospettiva da cui si guarda a tal tema.

Un aspetto che, però, accomuna indubbiamente le varie descrizioni e definizioni della fiducia è la presenza di aspettative positive verso le altre persone. Tali aspettative possono essere nutrite verso il singolo, oppure anche verso la collettività.

Proprio per questo motivo oltre che per la natura multifaccettata della fiducia, il modo migliore di definirla è categorizzarla alcuni gruppi accomunati (o meno) da determinate caratteristiche: al prossimo paragrafo seguono le principali categorizzazioni.

2.2) TIPOLOGIE DI FIDUCIA

Come è stato precisato alla fine del paragrafo precedente, la fiducia può essere categorizzata a seconda della presenza di elementi che accomunano i vari gruppi oltre che in funzione del significato che le viene attribuito.

Ad esempio, in sociologia esiste una tripartizione del concetto di fiducia, e questa è così delineata:

- “fiducia sistemica o istituzionale, ossia quella che gli attori sociali ripongono verso l’organizzazione naturale e sociale nel suo insieme”;
- “fiducia personale o interpersonale, quella che gli attori rivolgono agli altri attori sociali”;
- “fiducia in sé stessi o autoreferenza, benché quest’ultima attenga piuttosto il profilo psicologico dell’attore, essa ha tuttavia rilevanza sociale specie quando si considera il ruolo delle aspettative in campo economico, nel quale la fiducia in sé stessi funziona come aspettativa di validità delle proprie stime.”

La somma di queste tre componenti è, per certi versi, riconducibile al concetto di fiducia di base, ossia “quella capacità degli esseri umani di esplorare il proprio ambiente e di affrontare i pericoli senza lasciarsi intimorire, scoraggiare o sopraffare dalla preoccupazione di potersi fare male.”

Ma le definizioni di fiducia non finiscono qui.

Altra distinzione può essere operata tra la fiducia generalizzata e la fiducia particolarista, dove “la fiducia generalizzata è infatti la fiducia nei confronti di chi non conosciamo e si fonda sulla convinzione di condividere un destino comune con gli altri, mentre la fiducia particolarista ... si può sviluppare solo tra chi appartiene alla stessa cerchia di riferimento”.

Per propria natura la fiducia generalizzata implica l’accettazione del diverso, mentre la fiducia particolarista, scendendo nel particolare di un gruppo più limitato, implica la repulsione del diverso, limitando sensibilmente le interazioni sociali e le occasioni che quest’ultime tendono a creare.

Si può distinguere poi tra fiducia cognitiva e fiducia emotiva, che sono una contrapposta all’altra. Per fiducia cognitiva ci si può rifare alla visione di Gambetta (2000), che riconduce la fiducia ai concetti di probabilità e che rimandano quindi necessariamente al concetto di scommessa. Per contro, nella fiducia emotiva, non interviene alcuna componente di calcolo matematico, bensì questa si riconduce alla pura emotività della persona ed all’intensità delle emozioni che questa prova. Si tratta di una distinzione quasi banale, ma non scontata.

Ovviamente la realtà dei fatti si caratterizza non esclusivamente dell’una a discapito dell’altra, ma sono due dimensioni di fiducia che, per quanto contrapposte, spesso coesistono e risultano essere entrambe indispensabili.

Il presente lavoro, secondo le categorizzazioni della fiducia appena descritte, trattando di quella che intercorre tra il consulente finanziario ed i relativi clienti, si concentrerà principalmente sulla c.d. fiducia interpersonale, essendo il rapporto in oggetto spesso di natura esclusivamente bilaterale. Quando si parlerà invece del rapporto delle persone con gli istituti finanziari, in tema di financial literacy, si farà invece riferimento alla c.d. fiducia istituzionale.

Numerosi sono stati i modi in cui la letteratura ha cercato di quantificare la fiducia in accordo a determinati modelli o indicatori, ed ai paragrafi seguenti verranno discussi i più accreditati ed intuitivi.

2.3) METODI DI MISURAZIONE DELLA FIDUCIA

Generalmente i metodi di misurazione della fiducia maggiormente validati e utilizzati dalla letteratura si traducono nella somministrazione a dei campioni di popolazione di questionari ben specifici, al cui interno vi sono domande studiate per misurare appositamente questa dimensione.

Esempi ne sono il General Social Survey (GSS) e il World Value Survey (WVS).

Esistono però anche dei metodi di diversa natura, più schematica e sintetica, che risultano di più facile comprensione, oltre che maggiormente utili ai fini dello svolgimento del presente lavoro.

Si introducono nell'immediato seguito il Trust Game ed il Chicago Booth/Kellogg School Financial Trust Index.

2.3.1) TRUST GAME E FIDUCIA RELAZIONALE

Al fine di approfondire il tema della fiducia che permea il rapporto di consulenza finanziaria, il trust game permette di evidenziare in modo semplice ed efficace quali siano le dinamiche personali e relazionali sottostanti al tema già menzionato.

Il trust game è un modello descrittivo ideato da Berg nel 1995, ma Pelligra nel 2009, con il suo articolo *Fiducia e produttività: sulla natura relazionale dell'agire economico* [19] introduce e tratta il tema della fiducia in modo più ampio, ponendo l'accento, appunto, sull'aspetto relazionale dell'agire economico; egli introduce l'argomento in modo provocatorio, incentivando "una riflessione pubblica sulle

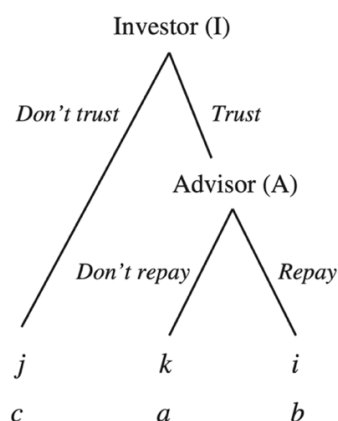
conseguenze che ha determinato una visione dell'economia esclusivamente fondata sul contratto e basata su una visione antropologica in cui l'altro è visto come un limite, una minaccia e non un potenziale partner o una risorsa” [19]. Sempre Pelligra, a suo sostegno, cita Guiso, Sapienza e Zingales, che a loro volta sostengono che “in un mondo ... dove è impossibile o assolutamente costoso considerare all’interno del contratto tutte le possibili contingenze future, il livello di fiducia reciproca rappresenta una componente essenziale di ogni scambio economico”. [19] Prima di passare oltre è però necessario spiegare, quanto meno brevemente, in cosa consiste il Trust Game.

Questo strumento è probabilmente il metodo di misurazione della fiducia maggiormente accreditato dalla letteratura più autorevole, oltre che da quella più recente, sulla quale i seguenti paragrafi si baseranno.

Il Trust Game permette di delineare la fiducia nelle proprie dinamiche di natura sia qualitativa che quantitativa.

La figura sottostante sintetizza i possibili sviluppi di un caso del Trust Game con riferimento al rapporto tra investitore (Investor, I) ed il suo consulente (Advisor, A), caso questo sufficientemente esplicativo per capirne la dinamica qualitativa, più importante rispetto a quella quantitativa.

Figura 1: Trust Game



$$i > j > k \text{ and } a > b > c.$$

Fonte:

<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0148296314000976>

Il gioco, rappresentato in figura, si sviluppa secondo una forma ad albero, ed i payout relativi alle diverse combinazioni di mosse sequenziali sono rappresentati dalle coppie di lettere scritte alla base del modello: nella prima riga sono rappresentati i payout di I, mentre nella seconda sono indicati i payout di A.

Il gioco prevede che la prima mossa spetti ad I – cosa che avviene anche nella realtà del processo di affidamento – il quale disporrà della scelta di fidarsi o di non fidarsi di A. Questo, a sua volta, qualora I decidesse di fidarsi, disporrà della facoltà di ripagare o di non ripagare la fiducia concessagli da I, senza che niente sia a quest'ultimo dovuto. Il caso in cui A ripaga I rispecchia una filosofia collaborativa, mentre il caso nel quale A non ripaga I, tenendo tutto per sé stesso, corrisponde a una pulsione opportunistica da parte del primo.

Rispetto all'inizio del gioco, rappresentante lo status-quo si possono verificare 3 scenari in seguito descritti.

Nello scenario in cui I non si fida, mantenendo lo status-quo esistente all'inizio del gioco, la coppia di valori rappresentante i payoff dei giocatori è $(j ; c)$. j rappresenta il denaro che I detiene ad inizio gioco e, dato che sceglierà di tenere tutto per sé, il payoff di A sarà c , ovvero il minimo da questo ottenibile.

Nello scenario in cui I si fida ed A decide opportunisticamente di non fidarsi, i rispettivi payout sono rappresentati dalla coppia $(k ; a)$; k è il minimo che I può ottenere, al contrario di A che invece, ottenendo a , avrà il massimo payout possibile. Ciò comporta però che A migliora la propria posizione rispetto allo stato iniziale del gioco, mentre I ne esce perdente, dato che non avrà più a disposizione la somma di cui invece disponeva al primo stadio del gioco. Questa soluzione, prevedendo che una parte soccomba in favore dell'altra, non è socialmente auspicabile.

Nell'ultimo scenario invece si prevede che entrambi i giocatori collaborino, rispettivamente I assumendo un comportamento fiducioso ed A ripagando per la fiducia concessa; a tal scenario corrisponde la coppia di payout $(i ; b)$, ovvero la migliore possibile, poiché $i > j$ e $b > c$. Così facendo entrambi i giocatori ne uscirebbero vincenti rispetto allo status quo del gioco, rappresentato dalla prima coppia di payout $(j ; c)$. Per questo motivo tal scenario è quello socialmente preferibile, poiché si vedono entrambe le parti uscirne vincitrici, grazie all'instaurazione di una relazione win-win.

È chiaro quindi come la paura di I di non essere ripagato o, in alternativa, l'eventuale ascolto della pulsione opportunistica da parte di A, portino a risultati che sono in entrambi i casi subottimali, tanto che gli equilibri dei sottogiochi vedono nessuno dei due giocatori fidarsi dell'altro – ma proprio perché si riferiscono a sottogiochi tali risultati non possono essere altro che subottimali, perdendo la visione d'insieme dell'intero gioco. Il risultato che, invece, massimizza il benessere di entrambi i giocatori è quello che risulta dall'affidamento di I e al seguente rendervi onore da parte di A.

La fiducia, alla luce delle dinamiche qui illustrate, diventa un driver relazionale ed economico di fondamentale importanza.

In letteratura vengono svolte delle considerazioni empiriche decisamente rilevanti e, per certi versi, rassicuranti.

Sebbene la razionalità preveda che ogni giocatore tenda a massimizzare il proprio payoff, in accordo alla tradizionale teoria economica (la quale prevede che I non conceda fiducia ad A, oppure, al secondo step, essa prevede che A tenendo conto solo della massimizzazione del proprio profitto adotterà un atteggiamento totalmente opportunistico), vi sono studi a sostegno del contrario, ovvero a sostegno del fatto che le persone tendono a fidarsi, grazie alla concezione della fiducia come norma sociale, come affermano Cruciani, Gardenal e Rigoni nell'articolo *Trust-formation processes in financial advisors: A structural equation model*, sul solco degli studi di Camerer (2003) oltre agli studi di Ostrom & Walker (2003).

Il trust game spiega bene come la fiducia abbia le potenzialità di ampliare il benessere sia personale che sociale, qualora sia reciproca tra le parti, tanto che Arrow la ritiene “il lubrificante del sistema sociale” [19].

Pelligra, sempre nel suo scritto *Fiducia e produttività: sulla natura relazionale dell'agire economico* [19], introduce la fiducia nella sua dimensione relazionale grazie al cosiddetto principio di rispondenza fiduciaria. Secondo Pelligra, in quest'ultima concezione vi è proprio la dimensione umana del rapporto di fiducia “perché l'entrare in relazione, se tale relazione è una vera relazione inter-umana, modifica di per sé stessa i soggetti che la formano, nelle loro aspettative e di conseguenza nelle loro decisioni”. [19] La fiducia impatta positivamente in particolare la dimensione dell'affidabilità, poiché quando viene concessa fiducia si opera una sorta di dono immateriale, di natura psicologica, a colui che la riceve,

alimentando così un meccanismo che fa da volano per il benessere relazionale delle parti.

Quindi la fiducia, manifestandosi su più piani, non è ascrivibile solamente alla dimensione materiale delle relazioni, ed anzi, se si considerasse solo quest'ultima, probabilmente si giungerebbe ad una comprensione parziale dei fenomeni che dettano le dinamiche del rapporto fiduciario, perdendone di vista le parti costituenti più importanti.

In ultima istanza, Pelligra opera una considerazione in merito all'impatto che la fiducia ha sul piano della produttività, aspetto rilevante anche nel lavoro del consulente, che influenza sia il suo aspetto remunerativo sia le prestazioni a favore del cliente. Secondo Pelligra difatti "la logica della rispondenza fiduciaria ci dice che la fiducia crea affidabilità e quindi, per vie anche complesse, maggiore produttività, mentre la sfiducia e la diffidenza creano opportunismo e quindi maggiori costi ed inefficienze" [19].

In definitiva, si nota facilmente quanti siano i risvolti positivi di una relazione fiduciaria impostata in modo sano, motivo questo per cui si proseguirà l'analisi di tal tema con particolare riferimento alle dinamiche che riguardano il consulente finanziario e i relativi clienti.

2.3.2) CHICAGO BOOTH/KELLOGG SCHOOL FINANCIAL TRUST INDEX

Un altro indicatore di fiducia particolarmente affine al mondo della finanza è il Financial Trust Index, che fu creato nel 2008, anno in cui si verificò il default del sistema finanziario in seguito allo scoppio della bolla immobiliare.

L'indice è opera del lavoro congiunto di due professori delle scuole citate nel titolo del paragrafo, rispettivamente Luigi Zingales e Paola Sapienza.

I due professori, ritenendo che gli strumenti dell'economia neoclassica non riuscissero a spiegare pienamente la crisi avvenuta, hanno ritenuto opportuno studiare se la causa di tal crisi fosse dovuta ad un asset tanto intangibile quanto importante nel mondo finanziario, ovvero la fiducia.

Questa è risultata essere particolarmente importante nell'industria finanziaria, nella quale le persone depositano il proprio denaro a vari fini. Qualora essa dovesse mancare, le transazioni finanziarie si ridurrebbero al minimo indispensabile,

pregiudicando la possibilità per gli investitori – e non solo, bensì per l'intero sistema economico – di puntare ad obiettivi più ambiziosi, indipendentemente dalla natura di quest'ultimi.

L'indice nasce per studiare il grado di fiducia della popolazione americana verso le istituzioni finanziarie e verso la relativa industria a seguito della crisi Lehman Brothers, analizzando inoltre l'impatto della fiducia nelle decisioni di investimento di tal popolazione. [23] Esso è quindi volto a misurare il grado di fiducia generale verso il sistema, a differenza del modello Trust Game, che analizza invece delle situazioni interpersonali ben specifiche.

Poiché esso è in grado dare a questa dimensione una misura, diventa decisamente utile anche per analizzarne le variazioni nel tempo, sia in positivo che in negativo, così da ottenere un'analisi più completa delle modifiche che la fiducia subisce a seguito di eventi che possono influenzarne particolarmente il livello percepito.

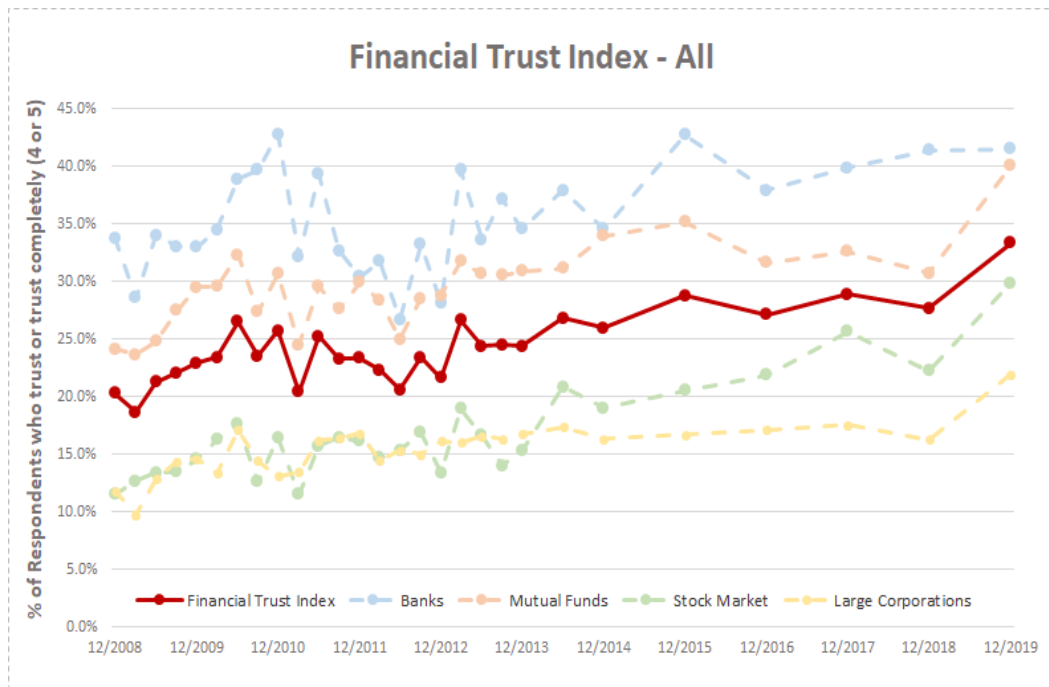
Non a caso gli autori del Financial Trust Index dichiarano “la missione del Financial Trust Index è monitorare il livello di fiducia che gli americani hanno nelle banche, nel mercato azionario, nei fondi comuni di investimento e nelle grandi società e valutare regolarmente in che modo gli eventi attuali, la politica e l'intervento del governo potrebbero influenzare questa fiducia”. [23]

L'indice viene calcolato trimestralmente su un campione di 1000 persone, campione composto da sole persone adulte casualmente scelte, e inizialmente contattate telefonicamente.

Dall'affermazione poco sopra riportata e dall'immagine di cui sotto si vede come esso sia definito sulla base della fiducia che tal campione rappresentante la popolazione americana ripone nelle banche, nel mercato azionario, nei fondi comuni d'investimento e nelle grandi società operanti nel mondo finanziario.

Un'immagine sarà in grado di garantire maggior chiarezza e concretezza alle affermazioni di cui sopra.

Figura 2: Storico dei valori del Financial Trust Index



Fonte: [24]

2.3.3) FTI WAVE 28: ANALISI DEL GRADO DI FIDUCIA PREPANDEMICO

Il grado di fiducia pre pandemico viene ben misurato dalla Wave 28 del FTI (Financial Trust Index), i cui dati sono stati pubblicati al 5 Febbraio 2020, poco più di un mese prima delle prime misure di confinamento messe in atto negli U.S.A.

Prima dell'avvento mondiale della pandemia, i risultati di Zingales e Sapienza dimostrano come il sistema economico americano stesse vivendo, anche grazie alla fiducia, un momento di grande prosperità, arrivando quest'ultima ai massimi mai prima registrati dalla nascita dell'indice, nel 2008.

Il grafico al paragrafo precedente permette di visualizzare le maggiori conclusioni che i due ricercatori traggono dai propri studi: si vede che le banche continuano a registrare un grado di fiducia tra i più alti fra le istituzioni finanziarie, con le cosiddette "credit unions and local banks" che registrano un 58%, a differenza delle "national banks and government-linked banks" che registrano rispettivamente un 38% e un 25%, attestandosi ai gradi più bassi del settore bancario, che il

questionario analizza utilizzando questi 4 tipi di istituto bancario come campione rappresentativo del settore. [24]

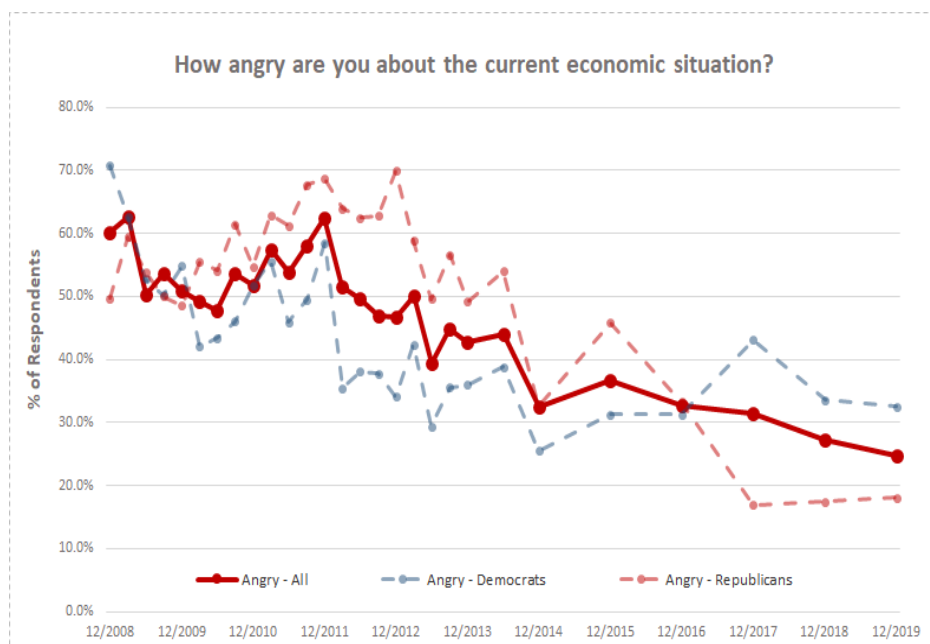
Il settore bancario è seguito dai fondi comuni che riportano nell'ultimo anno una crescita rilevante nel grado di fiducia che viene loro concesso, andando a sfiorare nell'ultimo periodo il grado di fiducia registrato dagli istituti bancari.

Come per quest'ultimi, decisamente significativo è stato l'incremento di fiducia rilevato dal mercato azionario nell'ultimo anno il quale, peraltro, nell'arco temporale che comprende gli anni dal 2008 fino al 2019, ha visto quasi triplicarsi il suo valore.

La stessa cosa vale per le grandi società che, nell'arco temporale più lungo su cui è possibile analizzare i dati del FTI, hanno anch'esse visto il proprio grado di fiducia più che raddoppiarsi, passando dal minimo del 10% circa registrato tra il 2008 e il 2009 a quasi il 25%, registrato invece alla fine del 2019.

Dalla figura seguente si vede poi come il FTI sia nella sostanza inversamente correlato al grado di insoddisfazione riportato dai partecipanti al sondaggio, prendendo la rabbia riportata verso la situazione economica attuale come indicatore di insoddisfazione.

Figura 3: Grado di insoddisfazione verso la situazione economica fino al 2019



Fonte: [24]

È naturale immaginare come i due sentimenti, rabbia e fiducia, portino a conclusioni sostanzialmente opposte rispetto alla valutazione delle situazioni, motivo per cui risulta una forte correlazione inversa tra i due indici: si tratta infatti di due sentimenti le cui caratterizzazioni rimandano, rispettivamente, a pensieri fortemente negativi per la prima e, per contro, ad un'attitudine decisamente positiva per la seconda.

2.4) IL CONSULENTE FINANZIARIO COME MONEY DOCTOR E FIDUCIA COL CLIENTE;

“La fiducia è l’aspettativa che un’altra persona (o istituzione) compia delle azioni a nostro beneficio o, perlomeno, non a nostro danno, indipendentemente dalla nostra capacità di monitorarle” [7]: così riportano Cruciani, Gardenal e Rigoni (2018) per definire il tema centrale di questo elaborato, ovvero il rapporto di fiducia che intercorre tra due figure, più nello specifico il rapporto tra il consulente finanziario e i propri clienti.

Proprio a causa dell’immaterialità e della complessità che caratterizza il settore finanziario, la fiducia che il cliente nutre verso il proprio consulente diventa un driver fondamentale di performance per quest’ultimo, che sarà così messo in grado di svolgere tutte le numerose mansioni che la letteratura gli attribuisce.

Il cliente generalmente si affida a tal figura quando necessita di un aiuto per la propria pianificazione personale, soprattutto per gli aspetti dove le proprie competenze finanziarie cominciano a vacillare, ma oltre a questo piano della gestione affidato al proprio consulente ve ne sono altri, di cui alcuni sono già stati descritti, mentre altri lo saranno successivamente.

Non a caso il consulente finanziario è sovente definito come “money doctor”, tradotto, “il dottore del denaro”, proprio perché i clienti, al pari dei pazienti di un medico, trovandosi di fronte a problemi dei quali non conoscono le soluzioni, avranno bisogno di consulenza riguardo ad un ventaglio di possibili soluzioni rispetto al problema che si trovano a dover o voler fronteggiare.

Cruciani, Gardenal e Rigoni (2018), di nuovo, ben riassumono il motivo per cui la fiducia diventa un tema centrale: “Essa risulta particolarmente importante in tutte

le professioni che prevedono una delega e in cui le parti possiedono informazione asimmetrica, ovvero dove una ha informazioni o competenze superiori all'altra". [7] Alla luce di tutti i motivi precedentemente elencati la fiducia risulta essere un tema di centrale importanza per l'esercizio di questa professione.

A parere di chi scrive, il processo di consulenza si sviluppa su almeno 3 piani, così individuati: materiale, emotivo e relazionale. Il piano materiale si traduce nell'aspettativa di uno scambio economico che potrà risultare profittevole. Il piano emotivo si traduce nella capacità del consulente di gestire il profilo emotivo del cliente, che sicuramente nel processo d'investimento si troverà davanti ai cosiddetti "rainy days", ovvero giorni particolarmente difficili. Questi due aspetti sono strettamente legati, essendo il mondo finanziario ormai pervaso dall'approccio proposto dalla behavioural finance, pur restando sempre orientato alla performance. L'ultimo aspetto invece, quello relazionale, alla luce delle precedenti considerazioni, diventa un presupposto per la buona riuscita dell'operato del consulente nelle prime due macroaree, con particolare riferimento alla seconda, ovvero alla gestione emotiva del cliente.

Ed è proprio nell'aspetto relazionale della professione, comunque strettamente legato ai primi due, che si insinua il tema della fiducia, il cui processo di formazione, secondo Cruciani, Gardenal e Rigoni si sviluppa in almeno due fasi cronologicamente distinte, che verranno spiegate nel prossimo paragrafo.

2.4.1) FIDUCIA DIRETTA E FIDUCIA INDIRETTA

Fiducia indiretta e fiducia diretta sono due misure di fiducia che possono essere utilizzate per determinare il grado fiduciario che intercorre tra il consulente e i propri clienti.

Esse sono legate, ma il come verrà spiegato dopo aver definito le stesse.

Per fiducia indiretta, come spiegato nel paper *Dinamiche di fiducia nella consulenza finanziaria: un'analisi empirica* di Cruciani, Gardenal e Rigoni (2018), si intende quella fiducia che si basa sull'aspetto materiale della relazione che intercorre tra cliente e consulente; tal tipo di fiducia si riassume quindi sulla presenza di uno scambio vantaggioso tra le parti, ambendo ciascuna di esse ad un miglioramento della propria posizione: il consulente avrà una maggior massa patrimoniale da

gestire, a cui seguiranno le relative remunerazioni, mentre il cliente potrà assumere le vesti di investitore, cercando così di migliorare la propria salute economico-finanziaria insieme a quella patrimoniale. Questo tipo di fiducia è quella che il consulente ottiene, sul piano materiale, dal proprio cliente e viene misurata come la percentuale di patrimonio che il cliente conferisce al consulente. Gli autori suggeriscono che questo tipo di fiducia, essendo connessa alla dimensione di scambio, è più orientata verso un orizzonte di breve termine.

Per fiducia diretta, si intende una forma di fiducia che si esprime più sulla dimensione relazionale tra le persone, rimandando al concetto di fiducia intesa come norma sociale, legata al concetto di affidabilità e di un desiderio di mostrarsi fiducioso; essa è misurata dal grado di fiducia che i consulenti percepiscono di avere dai loro clienti. Questo genere di fiducia, autovalutata dal consulente in prima persona, è decisamente più orientato al lungo termine poiché permette la costruzione di una relazione interpersonale, in aggiunta all'aspetto materiale della stessa.

Le due declinazioni di fiducia appena delineate consentiranno di introdurre nel paragrafo successivo le più ampie dimensioni dette "anticipated reciprocation" e "norm-to-trust".

Dopo aver condotto delle analisi statistiche specifiche per le due dimensioni della fiducia, Cruciani, Gardenal e Rigoni (2018) sostengono che "l'analisi mostra come nella prima fase di conoscenza il rapporto tra cliente e consulente sia poco ascrivibile a un'ottica fondata sulla dimensione della fiducia ma si basi, piuttosto, sull'anticipazione di uno scambio vantaggioso" [7]; come è naturale pensare, l'obiettivo primo delle parti, prima di arrivare ad una dimensione di conoscenza interpersonale, è di massimizzare la propria utilità. Ne consegue che la prima dimensione di fiducia che si vedrà svilupparsi all'interno della relazione sia quella di natura indiretta, che può essere numericamente espressa dalla percentuale di patrimonio che il cliente affiderà al proprio consulente.

L'evoluzione del rapporto verso il secondo step, ovvero verso il formarsi della fiducia diretta, basata su una dimensione più prettamente personale del rapporto, è caratterizzata dal venire meno degli aspetti professionali, quali possono essere le prestazioni degli investimenti, il saper offrire un portafoglio adeguatamente

calibrato, oppure l'elaborazione di soluzioni adatte alla risoluzione di problemi particolarmente difficili.

A sostegno di quest'ultima argomentazione, secondo Cruciani, Gardenal e Rigoni (2018), per quanto riguarda gli aspetti legati alla fiducia indiretta, "diventano chiaramente marginali quelli di natura professionale a beneficio di quelli relazionali il cui rilievo aumenta sensibilmente. Ciò permette di inferire che con il consolidarsi del rapporto il consulente tendenzialmente assuma il ruolo di money doctor". [7]

L'evoluzione verso un rapporto di fiducia basato più su una dimensione di norma sociale trova così il suo momento più proficuo quando cominciano a diventare sempre meno importanti gli aspetti di natura professionale, lasciando così spazio al crescere della fiducia nella sua forma relazionale.

Ed è proprio in questo momento che entra in gioco il piano relazionale ed emotivo che la fiducia diretta permette di esprimere. In questa fase il consulente diventa un "filtro emotivo" per il cliente, permettendogli così di evitare potenziali errori finanziari dettati dai bias comportamentali, ovvero da un turbinio di emozioni e impressioni che portano ad una percezione distorta della realtà.

Gli autori operano delle ulteriori considerazioni, indagando quali sono i tratti di personalità che sono coinvolti come maggiori driver nell'evoluzione da un tipo di fiducia a quello successivo sostenendo che "nel passaggio dall'analisi della fiducia indiretta a quella diretta, gli elementi legati alla performance e all'accreditamento personale lasciano maggior spazio alle caratteristiche individuali, affiancando alla coscienziosità ... altri due elementi coerenti con l'idea di consulente come filtro emotivo, ovvero la stabilità emotiva e l'amicalità". [7]

Coscienziosità, Stabilità Emotiva e Amicalità sono dei tratti di personalità descritti nel modello dei Big Five (McCrae, Costa, 1992) [32]; essi sembrano avere un impatto considerevole per quanto riguarda il consolidamento della fiducia diretta, poiché permettono al consulente di fungere da filtro emotivo per il cliente, andando così a permettergli di agire sul piano emotivo della relazione.

2.4.2) IL PROCESSO DI FORMAZIONE DELLA FIDUCIA

Cruciani, Gardenal, Rigoni nell'articolo *Trust-formation processes in financial advisors: A structural equation model*, svolgono un'analisi delle determinanti del

rapporto di fiducia tra consulente finanziario e i propri clienti distinguendo anche in base all'inquadramento contrattuale che fa capo al consulente; gli autori analizzano due possibili tipologie di consulente, il Tied-Agent e il Bank Advisor. Il primo, facendo ora riferimento alla normativa MiFID II, corrisponde alla figura del consulente abilitato all'offerta fuori sede, ovvero un libero professionista legato ad un soggetto – una banca o un'impresa di investimento – che può stipulare contratti al di fuori delle sedi della banca o dell'impresa per cui lavora. Il secondo invece, essendo un impiegato bancario, normalmente non può lavorare al di fuori della sede della banca.

Ovviamente le due tipologie contrattuali portano a delle forme diverse di remunerazione, dove il primo è soggetto ad una remunerazione variabile in quanto libero professionista, mentre al secondo verrà corrisposta una retribuzione già definita in fase contrattuale.

Gli autori formulano diverse ipotesi di ricerca, delle quali H 1 e H 2.1 risultano di particolare interesse ai fini del presente elaborato.

Esse sono così articolate:

H 1.

"I processi di formazione della fiducia nei consulenti finanziari sono influenzati sia da considerazioni materiali (anticipated-reciprocation) che da considerazioni immateriali (norm-to-trust) e queste non sono indipendenti le une dalle altre".

H 2.1

"È probabile che i Tied-Agents e i Bank-Advisors si affidino a diversi processi di formazione della fiducia, con i primi che sono più propensi a fare affidamento sulla norm-to-trust".

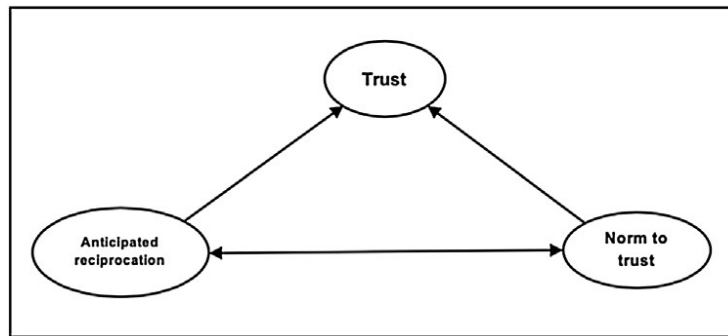
Gli autori analizzano le ipotesi utilizzando un modello ad equazioni strutturali (Structural Equation Model, SEM) costruito su 3 variabili: lo scambio profittevole (anticipated reciprocation), la norma sociale (norm-to-trust,) e in ultima istanza la fiducia (trust), come risultante delle due variabili latenti precedenti – le variabili latenti sono variabili che non possono essere specificamente dichiarate, registrate o altrimenti dichiarate.

Giova inoltre precisare che la definizione fornita delle due variabili latenti è largamente condivisa dalla maggior parte della letteratura, nonché dagli autori, sebbene, secondo questi ultimi, vi sia un sostanziale gap di letteratura in ordine al

processo che porta alla formazione della fiducia. Per tal motivo elaborano il modello di analisi immediatamente sotto presentato.

Il SEM in questione è strutturato come in figura.

Figura 4: Structural Equation Model (SEM)



Fonte: [8]

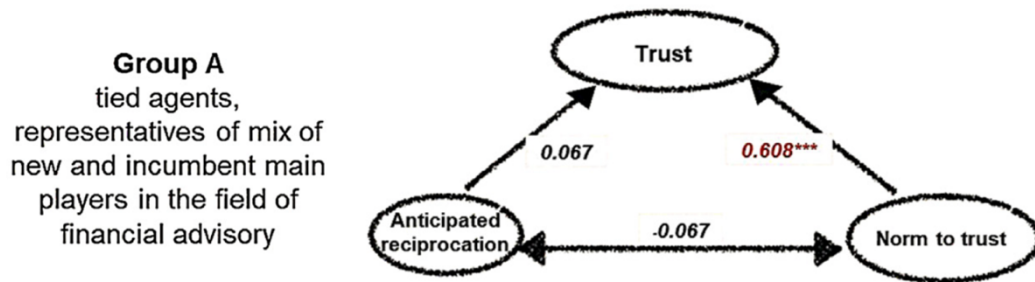
È bene sottolineare che le due determinanti della fiducia, anticipated reciprocation e norm-to-trust, possono covariare.

Le tipologie di consulente che lo studio di Cruciani, Gardenal, Rigoni (2021) analizza si possono suddividere in 3 gruppi, chiamati rispettivamente Gruppo A, Gruppo B e Gruppo C poiché l'idea che guida questo studio è quella di individuare il cambiamento del paradigma fiduciario all'interno dei diversi modelli di business e di consulenza.

Nel primo gruppo vengono raggruppati i cosiddetti Tied Agents, nel secondo i Bank Advisor e nel terzo vengono raggruppati i consulenti operanti all'interno di una banca di natura cooperativa situata in Veneto.

Lo studio in oggetto presenta risultati significativi, poiché definisce quali sono i maggiori driver della fiducia a seconda del tipo di consulente a cui ci si rivolge. I risultati sono i seguenti.

Figura 5: Processo di formazione della fiducia per i Tied-Agents

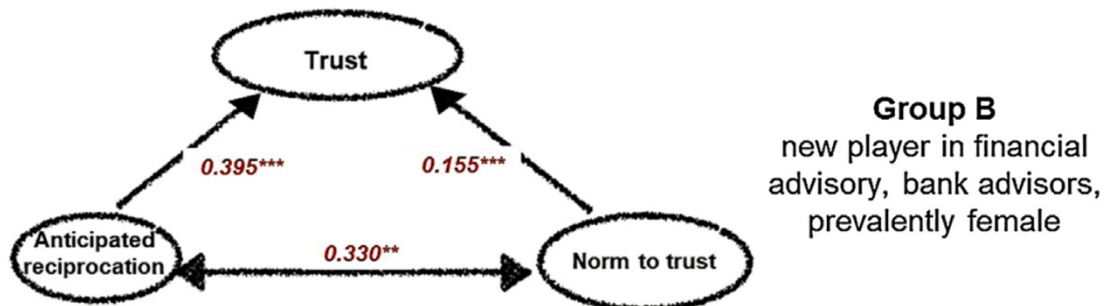


Fonte: [8]

Nel gruppo A vi è una particolare significatività della variabile “norm to trust”, mentre la variabile “anticipated reciprocation” non sembra essere affatto importante ai fini dello sviluppo del rapporto di fiducia; nemmeno la loro covarianza è determinante.

Risulta così che per i Tied Agents la dimensione relazionale diventa di fondamentale importanza, a discapito della determinante di natura materiale che risulta essere quasi insignificante.

Figura 6: Processo di formazione della fiducia per i Bank-Advisors



Fonte: [8]

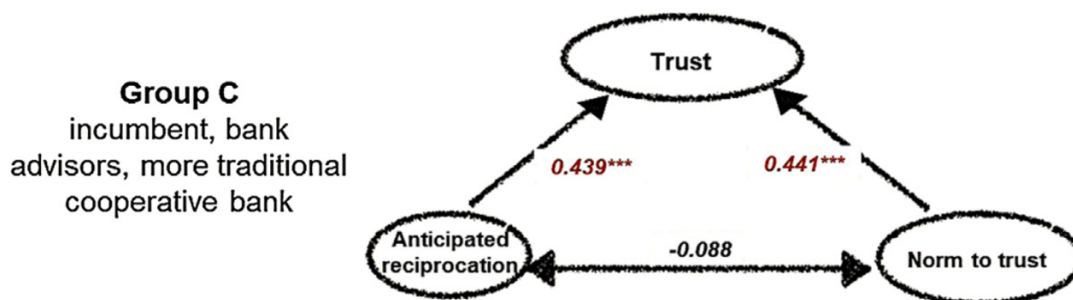
Nel gruppo B la situazione è significativamente diversa.

Secondo i risultati sopra riportati, la fiducia per i Bank Advisor sembra essere significativamente determinata dalla dimensione materiale della relazione fiduciaria, mentre la dimensione relazionale sembra ora passare in secondo piano, sebbene anch'essa sia una determinante del rapporto; la dimensione materiale assume un'importanza più che doppia rispetto alla dimensione relazionale.

Ciò significa che garantire al cliente anche un'adeguata remunerazione ed una gestione corretta è un aspetto fondamentale del lavoro del Bank Advisor ai fini dello sviluppo della fiducia, oltre che, ovviamente, dello sviluppo della dimensione relazionale.

Un altro rilevante punto di divergenza rispetto alla situazione del Tied Agents è che questi due driver della fiducia sono positivamente correlati, con un elevato grado di significatività; ciò indica che il primo influenza positivamente il secondo e viceversa. Risulta quindi che i componenti di questo gruppo per acquisire la fiducia da parte del cliente dovranno soddisfare due requisiti, situazione che si ribadisce essere significativamente diversa rispetto a quella dei Tied Agents, prevalentemente orientati alla parte relazionale del processo.

Figura 7: Processo di formazione della fiducia per i consulenti della banca di natura cooperativa



Fonte: [8]

Nel Gruppo C la situazione è ancora una volta diversa dalle due precedenti.

Difatti, i due driver di fiducia risultano avere pressoché lo stesso grado di significatività rispetto alla variabile risultante, diventando così entrambi determinanti.

Analogamente a ciò che accade nella situazione del gruppo B, la dimensione materiale diventa di rilevante importanza. La correlazione tra i due driver però, in questo caso, assume dei valori quasi completamente trascurabili, come risulta nella situazione del Gruppo A.

La situazione qui descritta risulta essere una sorta di ibrido tra le due situazioni precedenti, presentando questa le condizioni poco sopra descritte.

Riassumendo brevemente, la variabile “Norm to Trust” è di fondamentale importanza per il Gruppo A (Tied Agents), a discapito della dimensione materiale che risulta essere trascurabile; per il Gruppo B (Bank Advisors) entrambi i driver di fiducia sono importanti, con una preponderanza per la dimensione materiale; nel Gruppo C (Consulenti della banca cooperativa) infine le due variabili assumono ugual importanza. [8]

È interessante notare come la variabile “Norm to Trust” risulti essere sempre presente nelle tre diverse situazioni. Questo risultato permette di affermare la costante influenza che la dimensione relazionale ha nel determinare tal tipo di rapporto.

Gli autori sottolineano che per il Gruppo A la dimensione relazionale diventa decisiva perché, sebbene il loro compito principale sia almeno apparentemente di offrire il miglior rendimento ed una buona pianificazione, spesso consulente e cliente disquisiscono di temi non finanziari, entrando anche in temi più intimi e personali (quali possono essere il tema familiare, di salute, sportivo, di cronaca, politico, ecc.). [8]

Per il gruppo C invece gli autori evidenziano come la mancanza di covarianza possa essere spiegata dalla natura mutualistica dell'istituto bancario analizzato, contribuendo la sua struttura organizzativa a creare un ambiente dove la fiducia è parte integrante del buon funzionamento dell'istituto; d'altro canto, emerge come comunque la componente materiale del rapporto non possa venir meno.

La ricerca compiuta da Cruciani, Gardenal e Rigoni, mettendo in luce il modo in cui la struttura organizzativa a cui fanno capo le varie figure di consulenza influenzi il peso che i vari driver di fiducia hanno ai fini della determinazione della stessa, sottolinea il fatto che i gruppi analizzati sono diversamente esposti anche ad eventuali cambi normativi (es.: MiFID II) che influenzano direttamente le dinamiche di mercato. Potendo tali cambiamenti porre più l'accento su un driver che sull'altro,

o su entrambi contemporaneamente, andranno inevitabilmente ad avvantaggiare un gruppo, mettendo di conseguenza in difficoltà i restanti.

2.5) ASPETTI DEL SERVIZIO DI CONSULENZA

Vi sono poi delle interessanti considerazioni da svolgere in merito al rendimento ed ai costi del servizio di consulenza, che spesso coinvolgono le informazioni disponibili alle parti, e da come quest'ultime progressivamente entrano in una sorta di "communication game", dove ognuno tende a rivelare all'altro solamente le informazioni che tornano maggiormente utili a sé stesso.

Tali aspetti vengono approfonditi nell'immediato seguito.

2.5.1) RENDIMENTO ATTESO

Prima di passare oltre, per definire il rendimento atteso è importante, ai fini di una miglior comprensione, definire il concetto di errate credenze, altrimenti dette errate aspettative.

Gennaioli, Shleifer, Vishny (2015), per quanto riguarda la materia finanziaria, definiscono le errate aspettative come le aspettative di rendimento che risultano essere differenti dal rendimento effettivo; in termini matematici questo si verifica quando:

$$R_e \neq R$$

dove:

- R_e è il rendimento atteso;
- R è il rendimento effettivo;

Si può però facilmente giungere ad una definizione più precisa di rendimento atteso, che si sostanzia nella formula sottostante:

$$R'_{z,j,t} = R_z + V_j + \varepsilon_{j,t}$$

dove:

- $R'_{z,j,t}$ è il rendimento atteso dell'asset z , gestito dal manager j al tempo t ;
- R_z è il rendimento extra dell'asset class z ;
- V_j è il ritorno aggiuntivo atteso in base alle capacità del manager;
- $\varepsilon_{j,t}$ è una componente erratica che varia sulla base del momento in cui si investe e un po', se si vuole, sulla base della fortuna del manager stesso.

Il rendimento atteso di un preciso asset in un preciso momento risulta essere frutto della somma delle 3 componenti espresse nella formula.

Ed in merito al rendimento atteso, ben sapendo che teoricamente esso è positivamente correlato al rischio insito in una determinata asset class, Gennaioli, Shleifer, Vishny (2015) trovano che alcuni consulenti assumono dei comportamenti biased, ovvero viziati, nella situazione in cui propendono per far assumere rischi eccessivi ai loro clienti.

Questo accade perché, generalmente, per i consulenti la remunerazione è data dalle commissioni di vendita, e queste sono più elevate nel caso di vendita di asset maggiormente rischiosi.

2.5.2) COSTI DEL SERVIZIO E POTENZIALI COMPORTAMENTI DISFUNZIONALI DEI CONSULENTI

Dato che le commissioni sono generalmente più elevate nei prodotti a più alto rendimento, ai quali naturalmente consegue un maggior grado di rischio, potrebbe apparentemente sembrare che i consulenti o i gestori patrimoniali vengano pagati per l'assunzione di maggiori rischi, e non per le performance ottenute, quando invece dovrebbero essere quest'ultime la base su cui vengono poi riconosciute le remunerazioni del professionista. Benché le performance siano uno degli obiettivi primari del servizio di consulenza e di gestione patrimoniale, è bene precisare che molto spesso i consulenti e i gestori, dal punto di vista delle remunerazioni per l'investitore, sottoperformano rispetto al mercato o ai diversi benchmark di prodotto, esattamente a causa delle commissioni che costituiscono il loro compenso.

Nonostante ciò, la consulenza sembra essere scelta proprio per la tranquillità e per una sorta di “pace interiore”, e non tanto per la performance in sé. [14]

Ecco, quindi, che ritorna il ruolo del consulente come money doctor e di filtro emotivo, ruolo questo che è già stato trattato in precedenza.

Sempre in tema di commissioni e remunerazioni dei consulenti, un possibile comportamento disfunzionale da essi assunto è il seguente: quando gli investitori tendono a piazzare troppa della loro ricchezza in asset rischiosi piuttosto che in quelli con minor profilo di rischio (risultando spesso overconfident, altro tema che verrà debitamente approfondito) ed essendo le fees più alte in caso di prodotti più rischiosi, i consulenti non andranno a scoraggiare questo tipo di atteggiamento, non avendo alcun tipo di incentivo nel farlo. In tal modo i clienti non andranno incontro ad un’assunzione di rischio correttamente ponderata, ma spesso succede che si esponano a rischi eccessivi rispetto al proprio profilo di rischio.

Il risultato di quando ciò accade è che il servizio reso dal consulente rischia di mancare l’obiettivo per cui il cliente ad esso si affida.

Allo stesso tempo però i consulenti se volessero, avrebbero già a disposizione uno strumento in grado di disincentivare tal comportamento tenuto dagli investitori, e tal strumento si individua proprio nelle stesse commissioni; difatti, se essi alzassero quest’ultime in maniera consistente sui prodotti ad alto rischio, essi riuscirebbero a deviare le scelte dei propri clienti verso prodotti con minor profilo di rischio: Gennaioli, Shleifer, Vishny, a tal proposito sostengono che “i money managers potrebbero correggere le errate convinzioni degli investitori ponendo delle commissioni sufficientemente elevate nella asset class più rischiose”. [14]

L’altra faccia della medaglia è che ovviamente i consulenti, così facendo, rischiano di avere una sensibile riduzione delle proprie remunerazioni, poiché anche i clienti più fidati e longevi che ad essi si sono sempre affidati tenderanno a virare verso l’investimento in asset class meno rischiose; ecco perché il consulente remunerato con tal sistema non ha alcun tipo di incentivo nel dirottare i propri clienti verso asset class meno rischiose.

Altra soluzione potrebbe rilevarsi nel porre un cap, ovvero un limite massimo, alle commissioni che il consulente può percepire in seguito alla vendita di prodotti finanziari, ma vi sono studi che attestano come anche questa soluzione non possa essere applicata al problema che gli incentivi pongono sul comportamento dei

consulenti. Difatti Cruciani, Gardenal e Rigoni (2021) affermano, sulla base degli studi condotti da Inderst e Ottaviani (2012), che questa dinamica disincentiva il consulente dal condurre una ricerca più approfondita delle vere esigenze del cliente; così facendo ne risulterebbe un servizio tanto di dubbia qualità quanto di dubbia utilità. [8]

Tutte le considerazioni svolte in questa sede sulle commissioni e sul costo del servizio sorreggono anche le varie argomentazioni secondo cui il piano materiale della consulenza finanziaria risulta spesso in secondo piano rispetto agli altri ruoli che il consulente può assumere, ma nonostante questo, è importante ricordare che Gennaioli, Shleifer, Vishny (2015) giungono ad un'importante conclusione analizzando l'ipotesi in cui il consulente si trovi nella condizione di monopolista, ipotizzando così uno scenario estremo che risulta assolutamente favorevole per il consulente sul piano materiale, poiché i clienti non potrebbero abbandonarlo per preferire altri professionisti, il che gli permetterebbe di dominare indiscutibilmente il proprio mercato di riferimento.

I tre autori giungono ad affermare che, sebbene il consulente dovesse trovarsi nella vantaggiosa situazione di monopolista che permetterebbe a questo di concentrarsi sugli aspetti relazionali, apparentemente più importanti, egli sarebbe comunque negativamente colpito nel caso in cui manifesti la diminuzione, o peggio, la mancanza di determinate capacità tecniche, poiché si vedrebbe diminuire i capitali in gestione e di conseguenza diminuirebbero le sue commissioni. [14]

Il consulente non può così prescindere dall'essere tecnicamente preparato, il che gli impone di dover necessariamente coltivare al meglio il piano materiale e prestazionale del rapporto che, risultando di fondamentale importanza in uno scenario monopolistico, lo diventerà ancor di più in uno scenario concorrenziale, con cui i consulenti si confrontano quotidianamente.

Quindi il consulente, sebbene abbia altri ruoli oltre a quello prettamente allocativo, misurato tramite le prestazioni patrimoniali, non può prescindere dal curare attentamente il piano materiale del rapporto e dovrà altresì dimostrare di possedere determinate capacità tecniche che la natura di questo lavoro indubbiamente richiede.

Il consulente, inoltre, per riuscire a percepire delle remunerazioni adeguate, sarà talvolta incline a sfruttare l'overconfidence dei clienti; quest'ultimo comportamento

però non è auspicabile perché, se esposti a rischi eccessivi i clienti potrebbero riportare delle perdite (ad esempio qualora in preda al panico dovessero procedere a vendere i propri asset), riducendo di conseguenza anche il patrimonio in gestione al consulente stesso.

A seguito delle argomentazioni appena svolte, è ora facile concludere che la risultante di determinati atteggiamenti biased possa non essere altro che una relazione lose-lose.

Inoltre, sempre in merito alle commissioni, vi è un altro tipo di comportamento disfunzionale che il consulente rischia di assumere, e questo può essere spiegato dalla componente V_j dell'equazione che definisce il rendimento atteso.

Infatti, qualora le fees siano eccessivamente basse il consulente ha incentivo a investire in asset sottovalutati, così da guadagnare rendimenti extra, oltre che un incremento reputazionale.

I consulenti però, potendo potenzialmente mettere in atto i due comportamenti sopra riportati (assecondare l'overconfidence o investire in asset sottovalutati), rischiano di trasformarsi in "noise traders", ovvero potrebbero tendere ad assecondare il sentiment degli investitori, investendo senza l'applicazione di un approccio metodologico e razionale.

In tal modo, una strategia di pianificazione finanziaria che, razionalmente parlando, dovrebbe essere improntata all'efficienza, alla diversificazione, ad un buon bilanciamento del rapporto rischio/rendimento e alla performance di medio/lungo periodo rischia di virare verso un'inefficiente strategia di breve periodo. [14]

I consulenti possono risultare biased anche perché sanno che i loro clienti spesso tendono a rifiutare le idee che li fanno uscire dalla loro "comfort zone", quindi evitano conversazioni con un potenziale alto grado di difficoltà solamente al fine di mantenere il cliente. [2]

I consulenti finanziari possono poi agire in modo viziato in funzione anche di tal motivo: pur essendo finanziariamente formati, anch'essi sono esseri umani; per esempio dopo la crisi finanziaria avvenuta tra il 2007 e il 2008 Klontz e Britt (2012) hanno condotto un esperimento su 56 consulenti finanziari, dei quali il 93% è risultato positivo ad un medio/alto livello di sintomi correlati allo stress post-traumatico; addirittura il 50% di essi ha affermato di esser giunto a mettere in discussione la propria cultura finanziaria, la propria capacità nel lavoro e anche la

propria credenza di base riguardo gli investimenti finanziari. In questo caso, secondo una logica razionale, si dovrebbe poter affermare che la loro conoscenza avrebbe dovuto portarli a conclusioni distaccate, che si traducono nelle seguenti considerazioni: sebbene le bolle siano molto difficili da prevedere ed individuare, essi avrebbero dovuto essere a piena conoscenza del rischio sottostante all'investimento e proprio per questo avrebbero dovuto somatizzarne facilmente gli eventuali effetti negativi. In realtà, così non è stato. [2]

2.5.3) COMMUNICATION GAME

Il basso grado di cultura finanziaria, che risulta essere un problema molto diffuso tra la popolazione italiana, genera la tendenza a non richiedere consulenza oppure ad andare alla ricerca di una seconda opinione. Uno dei principali risultati della ricerca di Calcagno, Monticone (2015) è quello di aver trovato che i consulenti tendono a rivelare meno informazioni utili agli investitori con conoscenze grossolane, mentre tendono a rivelare maggiori informazioni a coloro che entrano nel c.d. "communication game". [5] Risulterà così che i consulenti tenderanno a fornire minori informazioni agli investitori con minor grado di cultura finanziaria, mentre coloro che si dimostrano più competenti ne riceveranno in maggior quantità e con maggior grado di dettaglio.

Inoltre, un'altra conclusione interessante a cui giungono Calcagno, Monticone (2015) è che, quando si instaura il communication game e i consulenti forniscono maggiori informazioni agli investitori più acculturati a discapito di coloro che invece ne avrebbero maggior bisogno, si viene a creare un effetto simile al "Matthew Effect", ovvero l'effetto tale per cui i ricchi tendono ad arricchirsi e i poveri tendono ad impoverirsi. [5]

Sulla base di quest'ultimo risultato e di quelli precedentemente tratti, si può affermare che i consulenti sembrano risultare meno utili proprio a chi ne avrebbe più bisogno; ciò va a motivare la diffusa mancanza di ricerca di un apporto consulenziale da parte di chi non presenta un elevato grado di cultura finanziaria ed in più, anche qualora questa venisse ricercata, il consulente sembra non essere un buon sostituto del carente grado di cultura finanziaria, rafforzando ulteriormente la

tesi per cui la cultura finanziaria e la qualità della relativa consulenza non siano beni sostituti, bensì complementari.

Quindi, per ripercorrere brevemente le principali conclusioni finora tratte, il consulente finanziario non sembra risultare un sostituto della cultura finanziaria, sebbene possa condurre gli investitori a scelte migliori di quelle a cui sarebbero altrimenti potuti giungere in via autonoma; nonostante questo vi è sempre il rischio che anche il consulente stesso possa assumere comportamenti viziati da errori cognitivi o emozionali.

Egli non si troverà poi nella condizione di far fronte al basso grado di cultura finanziaria; difatti, proprio a questo proposito è intervenuta la Direttiva MIFID II, imponendo una disclosure importante sia in termini di quantità di informazioni da dover fornire che di modalità di esposizione delle stesse. Sebbene vi sia stato un intervento legislativo, i principali destinatari della Direttiva non sembra ne abbiano beneficiato in modo sufficiente per far fronte al proprio basso livello di cultura; spesso quindi manca addirittura la cultura di base per poter comprendere a pieno le informazioni che la MiFID II vuole comunicare in maniera sufficientemente chiara.

2.6) LA FIDUCIA COME BENE COMUNE

Per concludere, verranno compiute delle considerazioni di più ampio respiro, che completano la trattazione del ruolo sociale della fiducia.

È decisamente interessante una visione che Pelligra sostiene: egli afferma che la fiducia sia un bene comune caratterizzato da una fragilità intrinseca.

“Una azione fiduciaria ... implica l'accettazione intenzionale di un rischio che deriva dall'impossibilità di controllare o prevedere il comportamento dell'altro, prima di aver operato la propria scelta”. [18] Il rischio di cui Pelligra parla nella storia più recente si è sostanziato nei numerosi scandali finanziari degli ultimi anni che, oltre ad aver arrecato danni enormi a investitori e risparmiatori, non hanno fatto altro che erodere quel bene immateriale chiamato fiducia, che “solo con enorme fatica si può ricostruire” [42].

A differenza di questa, secondo Pelligra, “la sfiducia e la diffidenza” sanno “essere così tenaci, contagiose e pervasive.” [42]

Queste due reazioni avverse alla fiducia, nascono sulla base di un tradimento pregresso della stessa, poiché la natura umana è incline all'affidamento della fiducia, come Pelligra afferma.

In particolare, egli sostiene anche ciò che segue: "Se un politico, un banchiere, un insegnante, un sacerdote, tradisce la fiducia di chi si è fidato di lui, di chi si è messo nelle sue mani, di chi lo ha votato e di chi gli ha affidato i suoi risparmi ... tale tradimento non rimane limitato alla relazione, alla singola truffa o al singolo reato, ma si diffonde come le onde generate da un macigno in uno stagno." [42]

Sulla base di quel che Pelligra sostiene si può affermare che il tradimento della fiducia, il quale si traduce poi in comportamenti che sfociano nella diffidenza verso il prossimo, ovvero in atteggiamenti che sono volti alla propria tutela verso potenziali tradimenti futuri, rischia di avere grandi ripercussioni soprattutto in quei campi professionali dove non vi è uno scambio materiale; bensì, nelle professioni dove il valore aggiunto è di natura immateriale, l'impatto del tradimento della fiducia tenderà ad espandersi molto velocemente e, non avendo la parte tradita alcuna garanzia che tali comportamenti non si ripeteranno in futuro, ciò farà tendere il sistema verso l'immobilismo o, alternativamente, verso l'opportunismo, a discapito dell'ottica collaborativa, che si è già visto essere quella generalmente più profittevole.

L'ultimo intento di questo capitolo è quindi stato quello di comprendere le dinamiche sottostanti alle relazioni di fiducia e di capire l'importanza di quest'ultima, al fine di salvaguardarla per permettere alle relazioni, sociali ed economiche, di fare il loro corso naturale nel miglior modo possibile.

CAPITOLO 3

FINANZA CLASSICA, FINANZA COMPORTAMENTALE, EDUCAZIONE ED ALFABETIZZAZIONE FINANZIARIA

3.1) Introduzione alla finanza classica **3.2)** Introduzione alla finanza comportamentale; **3.2.1)** Anchoring; **3.2.2)** Representativeness heuristic; **3.2.3)** Availability heuristic; **3.2.4)** Overconfidence; **3.2.5)** Self-attribution bias **3.2.6)** Disposition effect e loss aversion; **3.2.7)** Mental accounting, minimal account, endowment effect e sunk cost effect; **3.2.8)** Naïve diversification; **3.2.9)** Sistema 1, sistema 2 e debiasing; **3.3)** SP/A theory **3.4)** Educazione finanziaria, alfabetizzazione finanziaria e sinergie con la consulenza

3.1) INTRODUZIONE ALLA FINANZA CLASSICA

La finanza classica è la materia che, sia sul piano normativo che sul piano descrittivo, ha storicamente predominato l'analisi e lo studio delle varie dinamiche finanziarie, focalizzando l'attenzione sull'esame delle scelte di portafoglio e sulle variabili macroeconomiche che determinano i movimenti dei prezzi.

Questa materia, alla sua base, formula delle ipotesi che risultano funzionali all'elaborazione dei vari modelli; spesso difatti si ipotizza che gli agenti economici siano degli attori totalmente razionali, che agiscono sulla base delle stesse informazioni disponibili, che le loro aspettative siano completamente omogenee e che essi sappiano identificare con precisione quali siano le scelte più efficienti al fine di soddisfare al meglio i propri bisogni, che, nel caso specifico, fanno riferimento all'investimento e al bisogno allocare e diversificare al meglio le proprie risorse finanziarie.

La finanza classica ha storicamente focalizzato la propria attenzione sull'analisi del binomio "rischio/rendimento", riconducendo esclusivamente ad esso le scelte degli individui, senza però considerare che la maggior parte delle volte vi è in gioco un ampio insieme di ulteriori variabili che possono risultare altrettanto, se non maggiormente, determinanti.

Celebri esempi delle teorie di finanza classica sono la Modern Portfolio Theory di Harry Markowitz, elaborata ed esposta nel suo articolo "Portfolio Selection" pubblicato nel 1952, oppure il Capital Asset Pricing Model (CAPM), proposto invece da William Sharpe nel 1964.

Grazie ad essi si è giunti alla definizione di concetti fondamentali per la materia, quali il Beta (β , che esprime la sensibilità del rendimento di un determinato titolo al variare di un punto percentuale del rendimento del mercato di riferimento), la definizione di rischio specifico e di rischio sistematico, ai quali si lega necessariamente il concetto di diversificazione (che permette la sensibile riduzione della prima tipologia di rischio), e, infine, il concetto di portafoglio di mercato, ovvero quel portafoglio che permette di ottimizzare il trade-off tra rischio e rendimento del mercato, portafoglio questo che, se le ipotesi dei modelli rappresentassero la realtà, tutti gli investitori sceglierebbero in quanto agenti totalmente razionali.

I suddetti modelli rappresentano tutt'ora dei pilastri su cui si fonda la finanza classica, ma le relative ipotesi non sono esenti da critiche, e quest'ultime sono spesso basate sulla considerazione che la realtà dei fatti e le rilevazioni empiriche differiscono in modo sostanziale dalle prescrizioni fornite dalla materia finanziaria classica: seguono alcune di esse.

In primis, la definizione di tutte le variabili di natura statistica su cui si basano i modelli di finanza classica, vista la necessità di disporre di grosse serie di dati difficilmente reperibili, è matematicamente molto complessa, e tale difficoltà si amplifica naturalmente se l'attenzione è rivolta a mercati caratterizzati da un basso grado di liquidità o da volumi di scambio esigui.

Questo rappresenta un primo limite, che si ingigantisce ulteriormente qualora l'approccio alla materia avvenga da parte di una persona con un livello di istruzione basso o, allo stesso modo, anche da parte di una persona con un'istruzione elevata ma di natura diversa da quella scientifica o economica.

Inoltre, una delle ipotesi su cui si basano tali teorie è la perfetta efficienza dei mercati, oltre all'assunto di perfetta razionalità degli investitori, già precedentemente citato; quest'ultimo in particolare, grazie anche alle evidenze empiriche portate in luce dalla finanza comportamentale (trattata nel prosieguo del capitolo), risulta decisamente discutibile. A ciò si lega il fatto che gli investitori non

decidono solo sulla base del trade-off esistente tra le variabili rischio e rendimento, bensì nella realtà ne sono presenti molte di più, sovente determinate anche da forme di pensiero viziate o, più semplicemente, da preferenze e predisposizioni soggettive; un esempio di forma di pensiero viziosa, da cui non trarre esempio, consiste nella diversificazione naïve, che verrà in seguito approfondita.

Quanto invece all'ipotesi di assenza di asimmetrie informative, il cui corollario consiste nel fatto che in tale quadro tutti gli agenti perfettamente razionali dovrebbero compiere le medesime scelte, l'evidenza empirica ne dimostra ampiamente la discutibilità. È infatti inimmaginabile nel mondo moderno, ed a maggior ragione in quello di un tempo, che vi possa essere la totale condivisione delle informazioni e, in ogni caso, si pensi solamente al fattore delle inclinazioni personali che possono incidere considerevolmente sulle scelte di ciascun individuo, conducendo così ciascuna persona a prendere direzioni diverse anche di fronte a situazioni in cui è coinvolto lo stesso insieme di informazioni disponibili.

Per meglio dire, l'ipotesi di cui al precedente capoverso porta con sé, come naturale conseguenza, l'omogeneità delle aspettative riguardanti il binomio rischio-rendimento. Queste invece, nella realtà, saranno differenti da investitore ad investitore e varieranno sulla base di innumerevoli fattori.

In ultima istanza, i modelli considerano una situazione statica: ciò implica direttamente che la validità dei modelli è effettiva solo in un brevissimo lasso temporale, dopo il quale le rilevazioni statistiche fatte sulle stesse variabili possono risultare significativamente diverse, anche a causa dell'alta volatilità che caratterizza determinati strumenti finanziari. Questo costringerebbe quindi gli investitori a ripetere un complesso processo valutativo ogniqualvolta debbano operare nel mercato.

Riassumendo, i modelli elaborati dagli studiosi del passato non hanno mai tenuto conto dei meccanismi secondo cui funziona la mente delle persone e ciò rischia di mettere seriamente a repentaglio la corrispondenza delle esigenze di conoscenza a cui provvedono i modelli teorici con le esigenze manifestate dagli investitori: la principale ragione per cui ciò avviene è che quest'ultimi non risultano essere sempre guidati dai soli principi di natura razionale, e di conseguenza saranno spesso inclini a trascurare ciò che i modelli classici prevedono.

Per i motivi precedentemente esposti, è opportuno che le scelte finanziarie vengano adattate alle esigenze del singolo individuo secondo un'ottica più ampia di quella puramente razionale, valutando passo per passo, oltre che caso per caso, quali siano le mosse più adeguate in relazione agli obiettivi da raggiungere; lavoro questo di competenza del consulente finanziario, proprio perché egli è un professionista in grado di comprendere l'emotività delle persone conducendole verso le scelte finanziarie tecnicamente più appropriate, fungendo per il cliente sia da attore tecnico e razionale e nel contempo da filtro emotivo.

Ed in virtù delle argomentazioni appena svolte sulle ipotesi di razionalità su cui si basa la finanza classica ed i relativi modelli, è necessario fare un'introduzione ad una materia relativamente moderna che al giorno d'oggi è in continua evoluzione: la finanza comportamentale.

3.2) INTRODUZIONE ALLA FINANZA COMPORTAMENTALE

Gli economisti si sono sempre basati sull'ipotesi di totale razionalità delle scelte attuate dagli attori economici, sia che essi siano consumatori, sia che essi siano manager, sia che essi siano investitori. Oltre alla suddetta ipotesi, prima dell'introduzione della finanza comportamentale, gli studi si sono sempre basati su ulteriori ipotesi quali l'assenza di asimmetrie informative, l'ipotesi dell'efficienza dei mercati oltre che l'ipotesi della tempestiva reazione degli attori alle informazioni disponibili, e non per ultima l'ipotesi sulla corretta valutazione del rapporto tra rendimento e rischio di cui parla ampiamente il CAPM. Si tratta di ipotesi che, purtroppo, non permettono di descrivere con grande attinenza alla realtà le dinamiche che quotidianamente avvengono nei mercati finanziari e spesso le osservazioni empiriche non hanno tardato a smentirle. È difatti risaputo che le emozioni sono in grado di influenzare le nostre decisioni in modo significativo ancorché sia invece meno chiaro il modo in cui giungono a tal risultato.

Si può di conseguenza parlare più concretamente di una situazione di razionalità limitata, che accompagna ogni essere umano nel compiere le proprie scelte, perché il raggiungimento della corretta ponderazione di tutte le variabili in gioco ai fini dell'assunzione della migliore decisione possibile rasenta molto spesso l'essere un obiettivo impossibile da raggiungere.

Ricollegandosi alla finanza, numerosi sono i casi in cui si riesce ad osservare, soprattutto nei mercati con più alto livello di liquidità, un altissimo grado di volatilità dei prezzi tale da spostare sensibilmente il valore di mercato dei titoli da quello dettato dai propri valori fondamentali, stimati grazie alle tecniche della finanza classica: un grado così alto di volatilità rischia peraltro di minare la stabilità del mercato stesso.

Un esempio di tali dinamiche, derivante dal passato più recente, consiste nella recessione dell'economia globale verificatasi a seguito del dilagare della pandemia CoViD-19. In tal caso, non appena il virus ha cominciato a diffondersi, i corsi di borsa dei vari titoli hanno vissuto un tracollo di importanti dimensioni.

L'interpretazione razionale giustifica ciò che è successo grazie alle aspettative di un brusco rallentamento dell'economia reale, che quindi avrebbe portato ad una sensibile diminuzione dei flussi di cassa, conducendo necessariamente gli asset verso una minor valutazione di mercato.

Ma una lettura comportamentale dell'accaduto, attuata ex-post, porta a dire che il brusco calo dei valori di mercato delle varie asset class sia dovuto ad un'onda emotiva all'insegna della paura che ha travolto la popolazione, guidando così ad un eccesso di offerta dei titoli e quindi al conseguente calo del prezzo.

Un investitore perfettamente razionale, in accordo alle ipotesi della finanza classica, sarebbe riuscito a comprendere che, per quanto i mercati stessero vivendo un momento di prosperità, gli asset in questione presentavano un valore intrinseco legato alla vita economica, e che quindi sarebbe stato opportuno "tenere i denti stretti" e sopportare il calo di mercato, perché, nel futuro prossimo, la situazione sarebbe potuta tornare nel breve termine ai livelli precedentemente sperimentati: sarebbe così stato evitato tal eccesso di offerta, limitando di conseguenza gli effetti economicamente preoccupanti legati alla pandemia.

Bensì così non è stato: l'investitore non si è mediamente comportato come un agente razionale, ed ha, per contro, adottato un approccio ai mercati ispirato puramente alle proprie dinamiche emotive.

Ecco, quindi, che trovano applicazione le teorie di finanza comportamentale, le quali indagano quali siano i biases (definiti questi come le varie inclinazioni delle persone a pensare in modi che possono sistematicamente deviare dagli standard razionali di

decisione) che incidono sulle scelte operate dai vari agenti economici e quali possono essere le relative conseguenze.

Nonostante l'approccio tradizionale e comportamentale siano comunemente visti come due approcci contrastanti per la comprensione della materia finanziaria, si pensa che tale credenza sia da associare ad un errato modo di applicare le relative teorie, poiché, ai fini di una comprensione più globale dei fenomeni, è necessario adottare l'approccio tradizionale, opportunamente arricchito ed interpretato dal contributo fornito dalla chiave di lettura comportamentale. Possono difatti verificarsi delle sinergie tra i due approcci, che permettono di compiere degli step ulteriori verso la corretta interpretazione dei fenomeni finanziari e delle scelte personali.

L'approccio tradizionale, come sostiene Rigoni [6], nei più recenti anni è stato integrato con l'interpretazione comportamentale delle azioni messe in atto dagli agenti, grazie al contributo di una scienza positiva (scienza che descrive ciò che è, la finanza comportamentale) che integra una scienza normativa (scienza che invece dice come si dovrebbe agire, la finanza tradizionale).

Si vede quindi come esse siano due scienze che analizzano due piani differenti della realtà, e si sostiene che una lettura dei fenomeni finanziari capace di intersecare opportunamente i risultati dati da entrambi gli approcci sia auspicabile.

Un concetto su cui la finanza comportamentale si basa, risiede nel fatto che le caratteristiche delle informazioni presenti sul mercato e le caratteristiche dei partecipanti possano influenzare in modo significativo le decisioni di investimento dei partecipanti stessi, e di conseguenza anche i risultati del mercato stesso. [3]

La finanza comportamentale usa distinguere tra euristiche, ovvero scorciatoie mentali, e bias, ossia vizi di ragionamento derivanti dalle prime.

Si pensa che la mente umana sia soggetta a circa 180 bias, che per ovvi motivi non potranno essere descritti nella loro totalità in questo elaborato. Pertanto, si ritiene ora opportuno fare una panoramica – quanto meno di base – delle tre euristiche principali e dei principali bias che colpiscono gli investitori, così da permettere al lettore una migliore comprensione di ciò di cui si tratta.

Le tre euristiche

3.2.1) ANCHORING

Per anchoring si intende la tendenza delle persone a prendere determinati valori o determinate informazioni appartenenti al passato come assoluto riferimento per valutazioni da svolgersi in futuro; ovviamente la natura del dato che funge da àncora cambia a seconda della materia trattata.

Nella mente delle persone interessate da questa dinamica si formano dei valori “àncora” che, nel caso della materia finanziaria, possono essere dei prezzi, o alternativamente altri valori che la persona ritiene rilevanti ai fini delle proprie valutazioni. Si tratta di valori difficilmente modificabili nella sfera della percezione individuale, ma che nella realtà dei mercati variano continuamente.

Solitamente i valori o le informazioni che gli individui recepiscono come àncora mentale sono i primi che riescono a catturare in un determinato ambito. [47]

Per esempio, un individuo interessato dall’anchoring, nella valutazione del prezzo di un immobile, tende a calcolare mentalmente la convenienza sulla base della sola proporzione rispetto al valore ancora, e ciò nonostante l’immobile in questione possa trovarsi in situazioni completamente differenti rispetto a quelle che hanno originato il valore àncora, sia che si parli di stato di conservazione piuttosto che di ubicazione. Una buona esemplificazione di valore àncora in questo caso è il prezzo pagato per l’acquisto del primo immobile, che funge sempre da parametro primario di valutazione, anche a distanza di molti anni.

Enrico Maria Cervellati descrivendo la dinamica del bias in questione scrive che:

“Nel prendere decisioni, gli individui rimangono “ancorati” ad un valore di riferimento (l’àncora mentale), non aggiustandolo in modo sufficiente.”[6]

Il fatto di non aggiustare in modo sufficiente il valore a cui l’individuo si àncora spesso determina delle reazioni ai cambiamenti di mercato non sufficienti o, quanto meno, non opportunamente calibrate rispetto alla reazione che idealmente ci si sarebbe dovuti aspettare altrimenti.

Ne consegue che, chi è interessato da tal dinamica mentale, risulta essere poco elastico rispetto ai cambiamenti di mercato e non sufficientemente ricettivo rispetto

alle nuove situazioni o alle nuove circostanze, a causa della convinzione che presume l'universale correttezza del valore ancora.

Un altro problema relativo all'anchoring è che il valore ancora non viene usato sistematicamente, bensì viene usato in modo arbitrario, andando così ad inficiare ulteriormente la validità delle valutazioni svolte.

L'anchoring, insieme al disposition effect, è probabilmente uno dei bias più diffusi.

3.2.2) REPRESENTATIVENESS HEURISTIC

La representativeness heuristic è l'euristica tale per cui si crede che un campione a cui un soggetto fa riferimento, che solitamente viene scelto esclusivamente sulla base della propria esperienza personale, sia oggettivamente rappresentativo di una situazione di più ampio respiro. Si tende in tal modo ad associare una determinata caratteristica a tutte le osservazioni del caso solamente perché accomunate da un determinato tratto di similarità, commettendo così un errore semplicistico di generalizzazione.

Nel caso dei mercati finanziari l'investitore può pensare che, vista la performance positiva del paniere di titoli ipoteticamente rappresentativo, allora tutto il mercato di riferimento stia sperimentando una fase di crescita, semplicemente perché quei titoli sono accomunati dalla caratteristica di appartenere allo stesso mercato.

È chiaramente un'affermazione semplicistica che non considera in alcun modo, per esempio, potenziali correlazioni negative tra gli asset o, ancor meno, gli equilibri economico-patrimoniali che fanno riferimento ai singoli titoli dell'ipotetico paniere, che potrebbero anche far prospettare una situazione che può potenzialmente virare in direzione opposta rispetto a quella presunta dal soggetto. [37]

È ovvio che l'investitore non possa conoscere tutte le particolarità dei titoli finanziari mondiali solamente sulla base della considerazione di un campione che risulta rappresentativo esclusivamente in accordo alla sua percezione.

Così facendo si va, per certi versi, contro le considerazioni statistiche di base, non considerando inoltre che la performance positiva, per quanto sia auspicabile e soddisfacente, può essere solamente frutto del caso o, alternativamente, di un insieme di condizioni difficilmente ripetibili.

3.2.3) AVAILABILITY HEURISTIC

Per availability heuristic, o euristica della disponibilità, si intende quella scorciatoia mentale tale per cui le persone prendono le proprie decisioni in virtù delle informazioni che sono per esse più velocemente disponibili; anche in tal caso queste informazioni fanno spesso riferimento alle esperienze vissute in prima persona, oppure possono essere il frutto di un passaparola.

Questo meccanismo si mette in moto perché inconsciamente si pensa che “se qualcosa può essere facilmente richiamato alla mente deve essere importante, o almeno più importante delle soluzioni alternative che non sono così prontamente richiamabili”. [29]

Questa euristica porta a sovrastimare le probabilità di accadimento di un evento quando questo è già accaduto nell’esperienza personale oppure nell’esperienza altrui, conducendo così di nuovo a valutazioni viziate. Essa, così facendo, opera alla stregua di una statistica inferenziale basata sull’intuizione personale, portando così il soggetto a compiere delle valutazioni senza fondamenti statistici razionali, analogamente a quanto avviene nella representativeness heuristic.

Un fattore che concorre a determinare la disponibilità di un’informazione è la vicinanza temporale della valutazione da svolgere rispetto al momento in cui tal informazione è giunta all’attenzione del valutatore; un altro importante driver che indubbiamente aumenta la rilevanza percepita dell’informazione, la quale darà luogo all’euristica, è l’impatto emotivo che l’informazione stessa ha avuto sulla persona che la ha recepita.

Si pensi al seguente esempio: in tempi recenti le azioni di Tesla sono diventate oggetto di discussione poiché molti analisti ritenevano che il prezzo dell’azione, in continua crescita non rispecchiasse affatto i valori fondamentali su cui dovrebbe basarsi tale parametro, risultando la singola azione decisamente sopravvalutata secondo le stime. Nonostante questo, tale impatto mediatico ha fatto sì che il prezzo dell’azione Tesla abbia continuato a salire vertiginosamente tra Novembre 2020 e Gennaio 2021.

Qui opera chiaramente l’euristica della disponibilità, poiché la ripetizione frequente delle informazioni dovuta alla considerevole copertura mediatica che si è generata sul titolo, hanno fatto sì che il titolo fosse velocemente disponibile nella mente degli

investitori, e le vicende che lo hanno caratterizzato sono sicuramente riuscite a far leva sull'emozione di coloro che, a causa di inesperienza, hanno concentrato in esso buona parte degli acquisti.

Si vede quindi come la veloce disponibilità in memoria delle informazioni influenzi in modo consistente la stima della probabilità del relativo evento, ovvero l'aumento del prezzo, determinando di conseguenza un forte scostamento tra le valutazioni operate su base oggettiva e quelle operate su base emotiva.

I principali bias

3.2.4) OVERCONFIDENCE

Per "overconfidence" si intende un eccesso di stima delle proprie capacità, spesso non motivata da alcun evento o da alcun pregevole risultato raggiunto in precedenza dall'individuo. [41]

Si è in presenza quindi, di una semplificazione del problema a cui segue necessariamente una stima per eccesso sull'entità delle abilità del singolo, o delle risorse a sua disposizione, o – perché no – anche sulle proprie competenze. [41] Tal processo di stima avviene mentalmente in funzione di questo bias, senza che vi sia alcun sostegno dimostrativo dei fatti trattati.

Il fine a cui si ambisce pensando in questo modo è una sorta di autocompiacimento, volto al sentirsi all'altezza di ogni situazione e di sentirsi pienamente in grado di affrontare qualsiasi problema senza l'altrui aiuto.

Un problema a cui l'overconfidence spesso conduce è il fatto che, data la sovrastima delle proprie capacità, si tenderà a sottostimare di conseguenza l'entità dei problemi affrontati, oltre a sottostimare anche la quantità e la qualità dell'impegno che essi richiedono per essere opportunamente risolti, cosicché l'individuo rischia di compiere scelte non pienamente consapevoli, andando potenzialmente incontro a rischi di cui non ha piena coscienza al momento valutativo. [33]

Si rischia quindi di essere vittime di un eccesso di ottimismo che nel campo finanziario si traduce nell'assunzione di rischi non opportunamente ponderati, i quali possono portare non solo a gravi dissesti, ma soprattutto a dissesti inattesi.

Un ulteriore rischio frutto dell'ultima considerazione è il fatto che un investitore rischia di accentrare tutto il capitale che ha a disposizione su pochi asset, perché l'overconfidence si traduce anche nella convinzione di poter padroneggiare la situazione, cosa che va ovviamente contro la realtà dei fatti nel campo degli investimenti; così facendo l'investitore rischia peraltro di andar contro alla buona norma della diversificazione.

Difatti come succede per il confirmation bias, di seguito illustrato, l'individuo interessato da overconfidence penserà che eventuali perdite siano solamente frutto della sfortuna, poiché sovrastima le proprie capacità, facendo quindi sì ch'egli non attribuisca a sé stesso gli errori di valutazione commessi e non permettendogli, di conseguenza, di condurre un'oggettiva analisi delle cause che hanno portato all'accadimento di eventuali circostanze spiacevoli di suo specifico interesse.

3.2.5) SELF-ATTRIBUTION BIAS

Per self-attribution bias, altrimenti detto self-serving bias, si intende quel bias cognitivo tale per cui si accreditano esclusivamente a sé stessi i successi della propria strategia, mentre si tendono ad incolpare fattori o persone esterne alla scelta nel caso di fallimento.

Questo bias è sicuramente legato all'overconfidence e al confirmation bias ed ai relativi effetti, tanto che l'investitore interessato da questa forma pensiero, nel caso di perdite conseguite successivamente dell'attuazione della propria strategia, non sarà abile nel riconoscere i propri errori valutativi; ciò naturalmente avviene perché, sovrastimando le proprie abilità e tendendo ad ignorare le informazioni diverse da quelle si ritengono maggiormente rilevanti, non gli resta altra via se non l'attribuzione di tal fallimento a fattori o persone esterne.

Nel caso contrario, anche se razionalmente parlando il successo della strategia può essere attribuito ad una componente erratica, quale un trend di mercato di breve periodo e non consolidato, l'investitore tenderà ad attribuire a sé stesso il successo della stessa, entrando in un circolo vizioso con il confirmation bias, che lo porterà inevitabilmente a risultare overconfident nel compimento delle proprie scelte future, a cui seguiranno necessariamente tutte le difformità comportamentali spiegate in campo di overconfidence.

Cervellati, rifacendosi a Shefrin, ben esprime il frequente uso di questo bias da parte dell'investitore con particolare riferimento al rapporto con il proprio consulente. Egli afferma:

“In quest’ottica, avere un consulente finanziario per un investitore equivale a possedere un’opzione call psicologica (Shefrin, 2002): se un investimento va bene, l’investitore può attribuirsi il merito ...; se invece va male, egli potrà incolpare il consulente.”

3.2.6) DISPOSITION EFFECT E LOSS AVERSION

Per “disposition effect” si intende il bias comportamentale a causa del quale gli investitori che detengono in portafoglio sia delle attività che sono aumentate di valore sia altre che, invece, con il corso del tempo hanno perso valore, nel momento in cui necessitano liquidità, venderanno con tutta probabilità le attività che hanno guadagnato valore nel tempo, sebbene queste, per esempio, possano avere ancora alte potenzialità di crescita, mantenendo poi in portafoglio le attività, per così dire, perdenti, nonostante queste possano, per contro, presentare un rischio decisamente elevato di una prossima ulteriore diminuzione del valore. [36]

Il motivo per cui gli agenti possono comportarsi in questo modo risiede nel fatto che essi vanno alla ricerca di sentirsi appagati dalle scelte compiute, dinamica questa che si verifica anche in accordo ai bias precedenti.

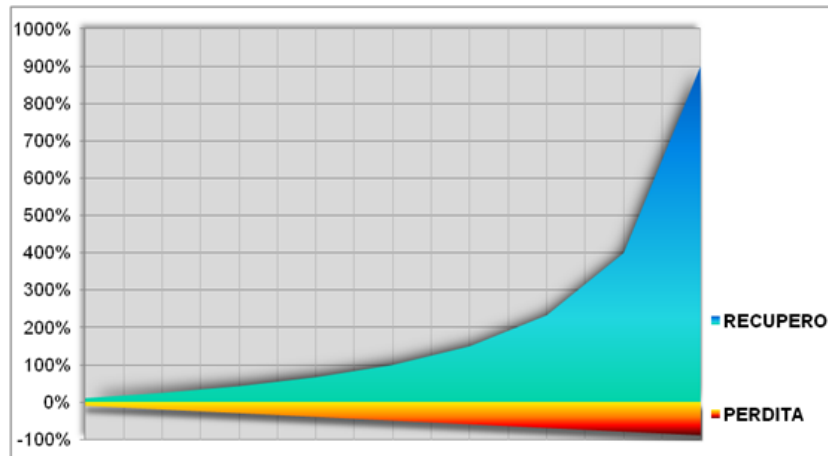
Questo bias è inoltre verosimilmente legato alla “loss aversion”, ovvero un ulteriore bias comportamentale per cui gli investitori, a fronte di una pari posizione di guadagno o di perdita derivante da un investimento, percepiranno più dolore per la posizione in perdita rispetto al piacere derivante dalla posizione in guadagno.

Una “variante” della loss aversion si sostanzia nella c.d. “avversione alla perdita certa” ovvero il bias comportamentale tale per cui le persone, piuttosto che accettare prudentemente una perdita certa, tenderanno a rischiare più di quel che hanno già rischiato pur di recuperarla.

Questo meccanismo, innescato dal rammarico, se perpetuato nel tempo rischia di dar luogo poi alle complicità dovute alla Legge di Rovina Statistica, legge questa secondo cui “la possibilità di recupero del valore iniziale del capitale perduto è inversamente proporzionale alla perdita.” [49]

Il grafico immediatamente seguente esprime visivamente il guadagno necessario per ritornare al 100% del capitale iniziale, in funzione della perdita conseguita.

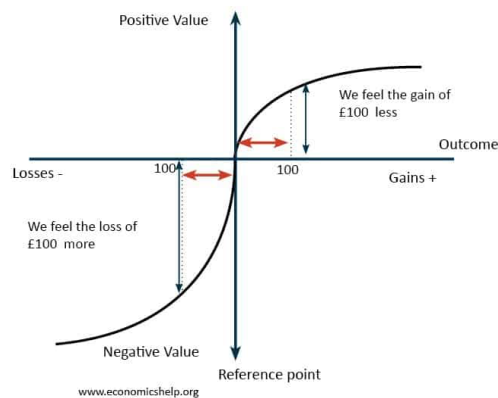
Figura 8: Legge di rovina statistica



Fonte: [49]

Invece, in tema di loss aversion è interessante analizzare la Value Function, ovvero la funzione che descrive graficamente l'effetto di tal bias sulle sensazioni di piacere e dolore: questa esprime le sensazioni che fanno riferimento ad una posizione di guadagno rispetto ad un'egual posizione in perdita.

Figura 9: Value Function



Fonte: <https://www.economicshelp.org/blog/glossary/status-quo-bias/>

Si nota come la funzione assuma la forma di una S, asimmetrica rispetto all'origine degli assi e maggiormente pendente quando, nel terzo quadrante, ci si avvicina asintoticamente allo zero della variabile indipendente, che è in questo caso l'entità oggettiva del guadagno o della perdita.

La forma ad S asimmetrica della value function può essere spiegata grazie ad un effetto noto come "effetto riflesso" tale per cui gli individui sembrano essere avversi al rischio quando si trovano in area di guadagno, poiché preferiscono un guadagno certo di minore entità piuttosto che un maggior guadagno molto meno probabile (quale può essere quello di una lotteria), e risultano, per contro, propensi al rischio quando si trovano in area di perdita, poiché, all'inverso, preferiscono assumere il rischio di una perdita ulteriore piuttosto che accettare una perdita sicura, anche se quest'ultima dovesse essere di minore entità di quella potenziale. [6]

Cervellati sostiene che gli individui tendono a percepire il peso della perdita circa due volte e mezzo in più rispetto ai guadagni di pari entità. [6]

Ecco, quindi, che la percezione di una pari variazione positiva o negativa del valore di mercato del capitale investito viene percepita dall'investitore in modo sostanzialmente diverso e non proporzionale, facendo in lui così originare un maggior dolore percepito a seguito della perdita, rispetto alla felicità che dovrebbe altrimenti originare da un guadagno di pari entità.

L'effetto percepito "in valore assoluto", se così si può dire, di una perdita o di un guadagno è quindi dato dall'entità della variazione di ricchezza e dal peso che la persona vi attribuisce. [6]

Si ritiene che disposition effect e loss aversion siano legati poiché l'intenzione dell'investitore interessato da questi bias è quella di allontanare il più possibile il momento di realizzazione della perdita nella speranza che questa ritorni almeno vicina allo zero, allontanando quindi il momento in cui egli percepirà il relativo dolore e, per contro, tenderà ad avvicinare il più possibile il momento in cui percepirà piacere, o autocompiacimento, essendo il primo sgradevole e di maggiore entità percepita.

Per inciso, non si fraintenda che il trarre guadagno da un investimento rappresenti un evento negativo, ma si interpreti il disposition effect come un'errata scelta di timing di vendita degli asset in portafoglio rispetto ad una strategia di investimento alternativa potenzialmente più efficiente.

Il disposition effect quindi porta l'investitore ad agire in base alla pura emotività e senza considerazione delle potenzialità di un ulteriore guadagno che potrebbe raggiungere l'attività vincente; oltre a ciò, non vengono nemmeno considerate potenziali sinergie di diversa natura, quali quelle fiscali o di contenimento dei costi di investimento.

Si tratta molto probabilmente di uno dei bias più subdoli e difficilmente riconoscibili poiché è facilmente riconducibile alla generale difficoltà di operare una valutazione delle potenzialità di guadagno o di perdita degli asset, non escludendo anche quelli presenti nel proprio portafoglio. La figura del consulente finanziario, anche in questo caso, è in grado di far fronte agli errori in cui l'investitore potrebbe facilmente incorrere, ottimizzando inoltre i risultati della strategia di investimento grazie anche a potenziali sinergie fiscali e contenendo inoltre i costi di investimento magari vendendo prematuramente alcuni asset ed eventualmente riacquistandoli in un secondo momento.

3.2.7) MENTAL ACCOUNTING, MINIMAL ACCOUNT, ENDOWMENT EFFECT E SUNK COST EFFECT

Per mental accounting si intende il bias cognitivo per cui le persone tendono a dividere la totalità delle proprie disponibilità finanziarie in diversi "conti mentali", e al denaro che vi sta all'interno viene attribuito un diverso peso specifico, se così si può dire; in tal modo si va contro la definizione di denaro come bene fungibile, ovvero di un bene che viene individuato "con esclusivo riferimento alla sua appartenenza ad un determinato genere [21]".

Un concreto esempio di mental accounting è ravvisabile nel seguente esempio.

Si pensi a due quantità di denaro di identico ammontare; la prima di esse è stata faticosamente guadagnata ed è frutto di una difficile e faticosa attività lavorativa, a differenza della seconda che è stata guadagnata con uno sforzo decisamente minore, quale può essere la vincita ad una lotteria o del denaro che è stato regalato.

La maggior parte degli individui molto probabilmente riterrà più difficoltoso e doloroso spendere il primo ammontare piuttosto che il secondo, poiché alle diverse quantità di denaro viene associato un ammontare di fatica decisamente differente.

Ciò indica che gli individui non considerino la fungibilità del denaro nella sua totalità, cosa che invece secondo le ipotesi di totale razionalità dell'investitore dovrebbe avvenire.

Di per sé la suddivisione delle proprie disponibilità finanziarie non è un errore, ma rischia di diventarlo a causa del mental accounting, perchè le persone, quando operano la suddivisione delle proprie risorse finanziarie nei diversi conti mentali, oltre ad attribuirvi un peso specifico diverso e determinato arbitrariamente (al più in linea solamente con il proprio senso di piacere o di dolore), tendono a non effettuare tal suddivisione razionalmente, bensì questa sarà fatta esclusivamente sulla base di parametri scelti (anche inconsciamente) dall'individuo, risultando così una suddivisione definita da parametri arbitrari ed eterogenei; diverrà inoltre molto difficile orientare le azioni in funzione dei vari obiettivi personali, essendo queste più facilmente determinate dall'obiettivo presente in ogni singolo conto mentale.

Per esempio, la suddivisione dei conti può avvenire simultaneamente sia in base alla provenienza del denaro – come nel caso sopra spiegato – sia in base alla funzione che vi si attribuisce, o infine, nel caso di investimento, può avvenire, esclusivamente in base al profilo di rischio degli investimenti o del settore in cui si investe, prescindendo così dai criteri razionali di asset allocation e di una sana pianificazione finanziaria. [26]

Le persone che sono interessate da questo bias tenderanno quindi a operare una sorta di processo di budgeting mentale, che però spesso porta con sé degli evidenti svantaggi: uno di questi può essere un eccessivo immobilismo che, a causa della mancata liquidazione di risorse, porterà a non cogliere delle occasioni o delle inefficienze di mercato, da cui si potrebbero altrimenti trarre importanti profitti: il motivo di questo potenziale immobilismo si ritrova nel fatto che il denaro è già mentalmente destinato ad una funzione ben specifica già prevista dal budget mentale. [26]

Un altro svantaggio, che, come conseguenza diretta, è un corollario del mental accounting, è l'allocazione poco efficiente delle proprie risorse, sia dal lato dei consumi e della soddisfazione dei propri bisogni, sia dal lato dell'investimento finanziario e della propria pianificazione personale.

Ad aggravare l'incidenza del mental accounting vi è anche l'attitudine di alcune persone a semplificare il più possibile le valutazioni connesse ad una determinata

operazione, facendo così in modo ch'esse valutino solamente le possibili ripercussioni direttamente connesse alla scelta in oggetto, senza così considerare eventuali ripercussioni indirette: quest'attitudine è detta minimal accounting.

Ad esempio: se si effettua un investimento si sarà predisposti a considerare solamente il potenziale guadagno o la potenziale perdita da esso derivante, andando così ad escludere le ripercussioni che la potenziale perdita può avere sull'integrità dell'intero patrimonio, oltre agli altri costi opportunità che si sostengono a causa dell'impiego del denaro in tal direzione.

Se si pensa alla reiterazione nel tempo di questo meccanismo, si nota facilmente che la potenziale erosione patrimoniale derivante dai bias finora descritti potrebbe diventare molto rilevante, rischiando così di pregiudicare anche obiettivi di più lungo termine e di più ampio respiro a cui l'investitore aspirava, a prescindere dalla singola scelta di investimento.

Il mental accounting è solitamente categorizzato tra i c.d. "effetti di framing", a causa dei quali le persone tendono a compiere scelte differenti davanti allo stesso problema, qualora questo sia posto in maniera differente.

A questi effetti è riconducibile il luogo comune tale per cui si afferma che le persone si autocompiacciono di aver fatto un affare, quando magari questa convinzione deriva solamente dalla prospettiva di valutazione, altrimenti detta frame.

Tutto ciò rischia di condizionare le scelte di un corretto processo di pianificazione finanziaria perché, qualora il capitale mentalmente destinato all'investimento diventi oggetto delle preoccupazioni causate dalla concentrazione dell'attenzione dell'investitore sull'accezione negativa del rischio e sulle potenziali fluttuazioni a breve termine, egli rischia nuovamente di tendere verso l'immobilismo incorrendo nell'unica scelta sicuramente perdente, ovvero quella di non investire.

Ma il mental accounting porta con sé altri due effetti rilevanti: si parla dei c.d. endowment effect e del sunk cost effect.

Per endowment effect, altrimenti detto effetto dotazione, si intende quell'effetto per cui le persone tendono a dare più valore alle cose che sono già in loro possesso rispetto ad oggetti analoghi che invece non possiedono. Questo effetto risulta essere particolarmente correlato alla loss aversion poiché è come se, qualora la persona dovesse separarsi dall'oggetto di sua proprietà, ne proverebbe un gran dolore, attribuendogli di conseguenza un maggior valore, valore questo che deve

corrispondere almeno al dolore che il soggetto sarebbe disposto a sopportare in seguito alla separazione –che sarà nella maggior parte diverso da quello di mercato. [31]

Questo errore, in fase di valutazione del proprio portafoglio di investimento, qualora vi dovessero essere all'interno beni di difficile e soggettiva valutazione, quali beni immobiliari o, alternativamente, elementi appartenenti ad una nicchia di mercato, rischia di portare l'investitore ad una sovrastima del valore delle sue disponibilità. In questo caso, è evidente che risulta di particolare utilità la valutazione di un esperto o di un consulente che possa aiutare il cliente ad avere una visione più globale ed oggettiva della situazione, sia del singolo bene che del mercato di riferimento.

Il sunk cost effect, o effetto costi sommersi, invece porta le persone a valutare nelle scelte successive alla sopportazione di un costo sommerso anche l'incidenza di quest'ultimo che invece, per definizione, è un costo non recuperabile e che pertanto, razionalmente parlando, non dovrebbe influenzare nessuna valutazione futura. [31] Si ritiene che anche quest'effetto sia legato alla loss aversion, poiché le persone, dal momento in cui percepiscono con dolore il costo sommerso, risultano poi avversi all'impiego di ulteriori risorse, anche se impiegate in un investimento la cui valutazione risulta rassicurante. È quindi come se le persone siano in qualche modo avverse agli sprechi, poiché questi causano dolore. Tutto ciò è dovuto ad una sorta di avversione al rammarico dovuto a scelte passate, rivelatesi poi inefficienti.

Tutto ciò opera qualora l'investimento potenziale e il costo sommerso si trovino all'interno dello stesso conto mentale, altrimenti, se così non fosse, il costo sommerso non verrebbe considerato poiché non dovrebbe esservi correlazione tra i vari conti mentali, in accordo a ciò che afferma la Behavioural Portfolio Theory Multiple Account (BPT/MA).

Anche in questo caso la consulenza risulta assumere un ruolo di particolare rilevanza, poiché una volta che il cliente abbia preso effettivamente atto della fungibilità del denaro, allora potrà risultare più incline ad intraprendere investimenti di varia natura, aumentando così le probabilità di raggiungere un maggior grado di benessere.

3.2.8) NAÏVE DIVERSIFICATION

La naïve diversification, detta anche diversificazione ingenua, è quel bias comportamentale che induce l'investitore a violare in modo sistematico le regole dettate dalla finanza classica, ovviamente in relazione alla diversificazione di portafoglio.

L'investitore che diversifica in modo naïve non terrà conto delle varie correlazioni fra gli asset, bensì egli provvederà a diversificare i propri investimenti operando una ripartizione degli asset presenti nel proprio portafoglio in percentuali uguali, percentuale che naturalmente cambierà in funzione del numero di asset presi in considerazione.

Spesso questo bias conduce ad effettuare scelte sulla base della logica esposta nell'immediato seguito: se si sceglie di investire in 2 asset il capitale verrà spartito al 50% in ciascuno di questi, se ne sono presenti 3 il capitale sarà suddiviso fra essi al 33,33%, se invece si decide di investire in 4 strumenti si vedrà il portafoglio essere egualmente spartito al 25% per ciascuno, e così via.

Tal bias viene detto anche "regola 1/n" ed il motivo è facilmente comprensibile dalle affermazioni immediatamente precedenti.

La diversificazione naïve avviene a causa delle euristiche, che permettono di prendere la decisione più veloce ed intuitiva possibile, portando così l'investitore a credere che il proprio portafoglio sia ben diversificato, anche se la decisione di ripartizione è stata operata in modo tutt'altro che razionale.

Si pensi al seguente caso: un investitore avverso al rischio decide di investire in azioni e obbligazioni, ma il suo pensiero è viziato dal suddetto bias.

Ovviamente, in questo caso, egli andrà ad operare un'equispartizione tra i due asset investendo il proprio capitale al 50% in ciascuna categoria, non considerando però che l'investimento azionario è generalmente più rischioso e soggetto a volatilità rispetto all'investimento obbligazionario, andando così a sopportare un rischio maggiore rispetto a quello di cui sarebbe disposto farsi carico, a cui naturalmente corrisponde una maggior probabilità di veder il proprio patrimonio diminuire sensibilmente, quanto meno nel breve periodo.

Così, le persone meno colte nei temi finanziari, qualora dovessero intraprendere strategie di investimento autonomamente avviate, rischieranno facilmente di

cadere nella trappola posta da questo bias perché, dal momento in cui non sono in grado di ponderare i diversi fattori di rischio, si faranno guidare dalle euristiche che li condurranno all'applicazione di un metodo decisionale molto veloce ma quasi sicuramente viziato.

3.2.9) SISTEMA 1, SISTEMA 2 E DEBIASING

Per debiasing, come già il termine intuitivamente suggerisce, si intende un processo tramite il quale si cercano di correggere i principali bias comportamentali attraverso l'applicazione di molteplici tecniche psicologiche. Ciò ha ovviamente lo scopo di migliorare il processo decisionale delle persone, rendendole consce in prima persona dei propri meccanismi di ragionamento viziati.

Sebbene si parta dall'ultimo argomento di cui al titolo del paragrafo, esso servirà per rendere nota la correlazione che c'è tra il debiasing e il Sistema 2, ovvero il sistema di pensiero logico-deduttivo.

Kahneman, nel suo libro *Pensieri lenti e veloci* introduce il concetto di Sistema 1 e Sistema 2; con essi si intendono due sistemi di pensiero secondo i quali funziona la mente umana.

Il Sistema 1 è un sistema molto veloce ed intuitivo, adibito allo svolgimento di pensieri molto facili, che quindi richiedono un esiguo impiego di energia. Esso è adibito allo svolgimento dei c.d. pensieri, appunto, veloci. È il sistema sicuramente più adatto alla comprensione e all'immagazzinamento dei fenomeni più semplici ed è facile quindi comprendere come questo sistema possa funzionare prevalentemente sulla base di semplici associazioni.

Per contro, il Sistema 2 è di tipo logico-deduttivo, adibito quindi allo svolgimento di pensieri che richiedono uno sforzo mentale notevole; se si vuole, è il sistema analitico che usa la mente umana per la comprensione dei fenomeni più complessi. Esso è il sistema associato al pensiero razionale e, secondo Kahneman, esso è adibito allo svolgimento dei c.d. pensieri lenti.

Il Sistema 1 lavora costantemente, proprio perché richiede uno sforzo contenuto ed è molto più facile per le persone usarlo, tanto che esso è quello che lavora anche nelle situazioni di stress o di emergenza; il Sistema 2, per contro, non entra in gioco finché le decisioni prese dal Sistema 1 vengono da esso approvate, permettendo

quindi alla persona di prendere le proprie decisioni con il minimo sforzo; però, qualora così non fosse, si creano le condizioni per cui il Sistema 2 prende parte alla decisione, guidando la persona attraverso un processo più analitico e razionale.

Tra i due sistemi di pensiero, il Sistema 1 è sicuramente quello responsabile del funzionamento delle euristiche, ovvero quelle scorciatoie mentali che danno origine ai bias più frequenti.

Ecco perché il Sistema 2, grazie alla sua natura, è più adatto al processo di debiasing: difatti, tramite la riflessione e la concentrazione sulle dinamiche di pensiero dettate dal Sistema 1, il Sistema 2 ne consente il riconoscimento, che è il requisito fondamentale per procedere alla risoluzione di queste forme di pensiero.

Un esempio di tecnica di debiasing è il pensare ad altri scenari, e quindi immaginare le proprie azioni se si fosse prospettata una situazione diversa da quella vissuta; un'altra tecnica consiste nell'analizzare più a fondo le situazioni, evitando così l'approccio semplicistico dettato dalle euristiche, andando di conseguenza a mettere maggiormente in moto il Sistema 2, a discapito delle logiche di funzionamento del Sistema 1. [17]

Ma oltre a tecniche di natura generale come quelle appena descritte vi possono essere determinate tecniche volte alla risoluzione di forme pensiero specifiche, quale il sunk-cost effect. La tecnica in questione è la c.d. "mindfulness": essa aiuta l'individuo a concentrarsi sulla situazione presente convogliando, di conseguenza, la sua attenzione su stati d'animo diversi dal rammarico, che detta il verificarsi dell'effetto in questione. [17] Gli stati d'animo su cui viene dirottata l'attenzione del soggetto sono generalmente più positivi del rammarico, permettendo così all'individuo di giungere a valutazioni più attinenti alla concretezza della situazione e diminuendo contemporaneamente l'influenza delle informazioni che non sono più rilevanti nel contesto attuale, ovvero i costi sommersi.

Come si è visto nel paragrafo 2.5, anche i consulenti finanziari possono agire secondo i propri bias comportamentali, ma vi è una soluzione anche in questo caso: essa risiede nella pianificazione finanziaria che preveda un'analisi quantitativa oltre che obiettivi e vincoli della stessa natura, cosicché possano venire in aiuto le valutazioni sulla base dei benchmark prestabiliti, al fine di soppesare nel dettaglio le prestazioni della pianificazione, fare un'analisi di scostamento per poi prendere, in ultima istanza, le decisioni per gli eventuali aggiustamenti al piano. Agendo

secondo questi passaggi si aziona il Sistema 2, a cui dovrebbe seguire la diminuzione di intensità delle forme di pensiero viziate dettate dalle euristiche. [2]

Nonostante la nascita della finanza comportamentale sia relativamente recente, come si è brevemente visto, esistono già molteplici tecniche di debiasing disponibili, che prevedono l'applicazione di tecniche di training o, alternativamente, di altre strategie correttive; al fine di maggior completezza, per training si intende un processo volto ad "affrontare una problematica specifica e circoscritta, oppure a migliorare una prestazione al fine di ottimizzarla a seconda delle esigenze e motivazioni della persona". [45]

Il training psicologico è una tecnica già da anni impiegata nel mondo sportivo, per ottimizzare il benessere psicofisico dell'atleta e incrementarne le sue prestazioni. Ma, a questa descrizione di training si può facilmente ricondurre il processo di debiasing come precedentemente descritto. Si ritiene inoltre che il debiasing, applicato tramite il training psicologico, possa portare grandi benefici sia al cliente che al consulente, essendo questa tecnica particolarmente indicata anche per i professionisti.

Quanto al cliente invece, tal processo di training è sicuramente coadiuvato dalla presenza di una persona esterna, che da osservatore distaccato e conscio della situazione può suggerire in modo più oggettivo la strada da perseguire. È difatti raro che le persone riconoscano autonomamente i propri errori cognitivi, ed ecco perché un consulente preparato, sia tecnicamente sia sul tema comportamentale, può essere un'ottima soluzione anche per affrontare determinate dinamiche di pensiero e i relativi risvolti emotivi.

In un paper di Neocogita S.r.l. (azienda il cui core business risiede nell'applicazione del training cognitivo in ambiti aziendali) si sostiene che "i servizi di consulenza finanziaria vengono individuati come gli strumenti potenzialmente più incisivi nel ridurre il divario tra le scelte osservate e le scelte ottimali. Un consulente finanziario adeguatamente formato e istruito sui meccanismi di funzionamento della mente e sui processi di pensiero e decisione può aiutare l'investitore a interpretare correttamente le informazioni, sfuggendo o mitigando l'effetto delle varie "trappole mentali". [17]

E la fiducia, come già sostenuto nel Capitolo 1, può fungere da “lubrificante” per il consulente al fine di consentirgli di fornire la prestazione comprensiva anche di questo approccio.

3.3) SP/A THEORY

Sempre nel campo della finanza comportamentale, la SP/A theory, altrimenti detta teoria motivazionalista, introdotta da Lola Lopes nel 1987, analizza e descrive tramite un modello il ruolo dei bisogni della persona in relazione alle emozioni che la stessa prova al riguardo; tal modello descrive in particolare il ruolo che hanno le aspirazioni personali nella definizione dei bisogni.

Difatti, dal nome stesso della teoria, S e P stanno ad indicare i bisogni degli individui, ovvero il c.d. “need for Security” (il bisogno di una sicurezza, che si esprime nel minimo livello di tenore di vita che l’investitore desidera), e all’opposto “need for Potential” (ovvero la speranza che ha l’investitore di massimizzare la propria ricchezza tramite l’investimento finanziario); A, infine, sta per Aspiration, ovvero il grado di aspirazione che l’individuo presenta verso ciascuno dei due bisogni appena citati. [6]

Il grado di aspirazione in particolare, essendo ovviamente soggetto a diverse variazioni sia nel corso del tempo che a seconda delle varie dimensioni di predisposizione personale, può influenzare molto il grado di avversione al rischio dell’individuo.

Mentre i primi due bisogni, S e P, sono dovuti ad un’inclinazione puramente personale e caratteriale, il terzo, A, oltre ad essere soggetto agli stessi fattori che determinano S e P, è legato anche a fattori di contingenza, che, nel caso della materia finanziaria possono essere delle particolari condizioni di mercato, piuttosto che diverse situazioni legislative. E, non per ultima, nella definizione di A deve essere oltretutto considerata la ragionevolezza di una buona riuscita della strategia messa in campo.

Si possono immaginare S e P agli estremi di un segmento che rappresenta il grado di avversione/propensione al rischio, ed A come un cursore che, muovendosi lungo questo segmento, riesce a determinare con maggior precisione il trade off tra S e P,

delineando di conseguenza il grado di avversione/propensione al rischio dell'investitore.

Secondo questo modello, quindi, è come se la persona si trovasse in presenza di un compromesso tra il bisogno di sicurezza e l'altro lato della medaglia, ovvero il c.d. bisogno di potenziale, a cui però può corrispondere la spiacevole sensazione dovuta alle perdite, che è a sua volta ovviamente legata al rischio.

È bene specificare che, durante la vita dell'individuo, il bilanciamento tra i due bisogni in funzione del grado di aspirazione è variabile, anche a seconda dei vari fattori contingenti che si presentano. Per esempio, uno dei fattori da considerare nella determinazione del grado di aspirazione è l'età: generalmente accade che il bisogno di potenziale sia più presente in età giovanile e, per contro, in età avanzata tendenzialmente prevarrà il bisogno di sicurezza; ai due bisogni corrisponderanno ovviamente due profili delle aspirazioni ben diversi.

Si arriva ora al trattare le emozioni associate a questi due bisogni, le quali rappresentano il punto di congiunzione con la materia comportamentale.

Le emozioni in questione, associate ai bisogni S e P di cui Lopes tratta, sono la paura e la speranza (Fear and Hope) ed è facile comprendere che la prima sia correlata al bisogno di sicurezza mentre la seconda sia legata al bisogno di potenziale.

Lopes sostiene infatti che la paura provata dall'investitore può apporre un sovrappeso nella ponderazione delle probabilità di un evento negativo, associato questo a risultati peggiori del previsto, portando così il soggetto più distante dalle sue aspirazioni di aumento di ricchezza e facendolo risultare, come necessaria conseguenza, eccessivamente pessimista. Una potenziale conseguenza della paura, valutata in questi termini, è ovviamente l'immobilismo rispetto alla situazione presente.

Per contro, Lopes nota che la speranza è spesso correlata alla sovraperponderazione delle probabilità di buona riuscita, facendo quindi sì che l'individuo risulti particolarmente overconfident, ragione questa per cui l'investitore sarà di conseguenza trascinato più lontano dal suo bisogno di sicurezza. In queste ultime righe è facile capire come opera il concetto di trade off tra i bisogni S e P, ed esso risulta essere un vero e proprio compromesso fra questi.

Questa teoria ed il relativo modello mostrano, in definitiva, molto chiaramente come le emozioni giochino un ruolo fondamentale nella determinazione del grado di

avversione o di propensione al rischio di un individuo e la loss aversion, nel caso della paura, aiuta a definire in quale misura l'accezione negativa del rischio viene percepita dall'individuo, portandolo emotivamente alla sovrastima degli effetti della perdita che si potrebbe verificare negli scenari più negativi.

3.4) EDUCAZIONE FINANZIARIA, ALFABETIZZAZIONE FINANZIARIA E SINERGIE CON LA CONSULENZA

Si è visto nei paragrafi precedenti come le euristiche e i vari bias possano impattare in modo significativo sulle decisioni di investimento degli individui. A ciò si aggiunge il fatto che il livello di cultura finanziaria della popolazione italiana è generalmente molto contenuto, oltre al fatto che i mercati ed i prodotti finanziari diventano ogni giorno più complessi. In tale scenario è difficilmente immaginabile che un investitore medio possa avvicinare con competenza tali materie ed agire con buone probabilità di successo. Dovrà invece rivolgersi ad un operatore qualificato ed in tale ricerca sarà l'elemento fiduciario quello che ne orienterà la scelta. Comprendere quindi i meccanismi di origine del rapporto di fiducia assume un ruolo fondamentale per l'avvio delle relazioni di tal natura.

Prima di procedere con l'analisi è bene precisare che il termine "cultura finanziaria" risulta ad un primo impatto molto generico, e in quanto tale è scindibile in almeno due componenti che la letteratura usa distinguere: l'educazione finanziaria e l'alfabetizzazione finanziaria.

Per quanto questi possano sembrare due concetti simili, quasi ad essere dei sinonimi, si tratta di due concetti ben distinti.

Per la precisione:

- per Educazione finanziaria, secondo l'OCSE (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico) si intende "il processo attraverso il quale i risparmiatori e gli investitori, e in generale la più ampia platea dei consumatori dei servizi finanziari, migliorano la propria comprensione di prodotti e nozioni finanziarie e, attraverso l'informazione, l'istruzione e la consulenza, sviluppano le capacità e la fiducia necessarie per diventare maggiormente consapevoli dei rischi e delle opportunità finanziarie, per

effettuare scelte informate, comprendere a chi chiedere supporto e mettere in atto altre azioni efficaci per migliorare il loro benessere finanziario”; [35]

- per Alfabetizzazione finanziaria “s’intende l’insieme di consapevolezza, conoscenze, competenze, atteggiamenti e comportamenti in materia finanziaria, necessari alla realizzazione di decisioni finanziarie valide e in definitiva al raggiungimento del benessere finanziario individuale”; [25]

È evidente ora che si tratti di due concetti ben distinti, per quanto possano essere legati.

Difatti, quando si parla correttamente di educazione finanziaria, si fa riferimento al processo tramite cui si giunge a disporre di adeguate conoscenze nel campo, con lo specifico fine di acquisire una maggior consapevolezza e di innalzare il proprio benessere finanziario.

Quando si parla invece di alfabetizzazione finanziaria si intende la capacità di fruttare le conoscenze acquisite grazie all’educazione finanziaria e di tradurle di conseguenza in azioni concrete, volte allo stesso fine a cui è rivolta l’educazione finanziaria, ovvero innalzare il proprio benessere finanziario.

Educazione ed alfabetizzazione finanziaria risultano quindi essere due parti integranti del processo di miglioramento della cultura e della situazione finanziaria delle persone, con un efficace approccio all’educazione finanziaria che necessariamente precede il manifestarsi dell’alfabetizzazione finanziaria.

È innegabile che sia l’educazione finanziaria che l’alfabetizzazione finanziaria del cliente risultino determinanti nel processo di consulenza, ed è altrettanto innegabile la preponderanza dei vantaggi che queste portano nelle scelte quotidiane, rispetto ai minimi “svantaggi” implicati nel processo di consulenza.

Quanto ai vantaggi, una persona con un elevato grado di alfabetizzazione finanziaria sarà sicuramente più abile nel riconoscimento dei propri bias, cosa che giova notevolmente le scelte finanziarie svolte in autonomia, ma tal grado di cultura gioverà sicuramente anche alla comprensione delle scelte operate dal proprio consulente che, qualora valutate come corrette, attinenti e precise da parte del cliente, gioveranno al processo di formazione della fiducia poiché quest’ultimo soggetto avrà un riscontro empirico delle capacità del professionista che lo assiste.

Inoltre, quando si instaura un processo collaborativo tra cliente e consulente, a cui l'alfabetizzazione sicuramente giova in modo significativo, risulterà naturalmente più facile per entrambi procedere al debiasing delle decisioni.

È ancora naturale che, quando i suggerimenti del consulente vengono compresi a pieno dal cliente oltre che, quando quest'ultimo riesce a comunicare accuratamente le proprie necessità, il processo di consulenza avrà un output decisamente efficace, veloce ed attinente agli obiettivi posti dal cliente.

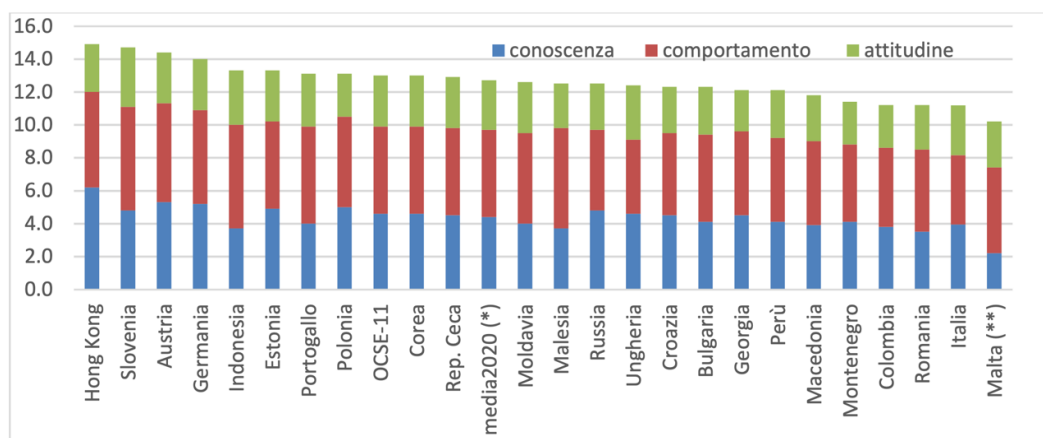
D'altro canto, un elevato grado di cultura finanziaria può risultare "d'intralcio" per l'operato del singolo consulente, dal momento in cui il cliente, avendo una certa capacità critica, può instaurare un dibattito con il consulente per capire a fondo le motivazioni che lo spingono a dare esattamente quei consigli. In poche parole, un elevato grado di cultura rischia di far sorgere dello scetticismo rispetto alle scelte messe in atto dal professionista, tanto che, come dimostrano Calcagno, Giofrè, Urzì-Brancati (2017), i clienti con un elevato grado di financial literacy tendono ad esercitare autonomamente il controllo sull'operato del proprio consulente.

È ora interessante svolgere delle considerazioni sul grado di alfabetizzazione finanziaria nei vari paesi, con una particolare attenzione alla situazione italiana.

La figura seguente fotografa la situazione italiana sull'alfabetizzazione finanziaria al Gennaio 2020, rapportata alla situazione di altri paesi OCSE.

Tale risulta essere la situazione pre-pandemica:

Figura 10: Alfabetizzazione finanziaria pre-pandemia CoViD-19



Fonte: [34]

L'analisi condotta da Banca d'Italia, sulla base di un questionario utilizzato in 26 paesi, suddivide l'alfabetizzazione finanziaria in Conoscenze (i), Comportamenti (ii) e Attitudini (iii), e le rispettive domande pongono quesiti in tema di:

“(i) ... comprensione dei concetti di base utili per fare scelte finanziarie: inflazione; tasso di interesse; differenza tra tasso di interesse semplice e composto; diversificazione del rischio;

(ii) ... gestione delle risorse finanziarie nel breve e nel lungo termine: fissazione di obiettivi finanziari, programmazione delle risorse da destinare a consumi, pagamenti di bollette, risparmi negli ultimi mesi;

(iii) ... orientamento degli individui al risparmio, soprattutto di tipo precauzionale, in un'ottica di lungo periodo“ [34].

In più Banca d'Italia presenta lo scoring del questionario riportando nel proprio elaborato *L'alfabetizzazione finanziaria degli italiani: i risultati dell'indagine della Banca d'Italia del 2020* ciò che segue: “La conoscenza finanziaria ha un punteggio che varia da 0 a 7. Il comportamento finanziario ha un punteggio compreso tra 0 a 9. L'attitudine finanziaria ha un punteggio variabile da 1 a 5. L'alfabetizzazione è calcolata come somma dei punteggi precedenti e assume quindi valori compresi tra un minimo di 1 e un massimo di 21”. [34]

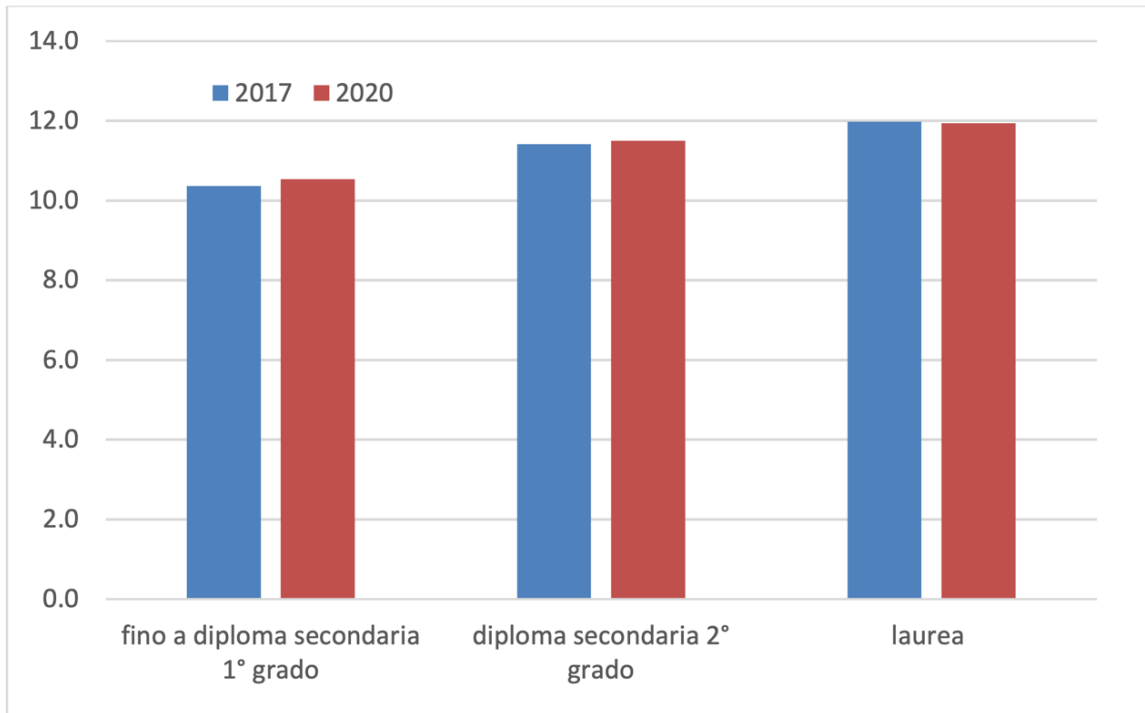
Inoltre, il campione di tal indagine fa riferimento a 2000 persone adulte, tra i 18 e i 79 anni, ed è costituito da soggetti diversi rispetto a quelli costituenti il campione utilizzato in un'indagine di ugual natura risalente al 2017.

In quanto ad alfabetizzazione finanziaria si vede che l'Italia risulta essere penultima nella classifica ivi stilata riportando un punteggio di 11,2, inferiore rispetto alla media OCSE, che risulta di 12,7.

Il risultato è sostanzialmente invariato rispetto all'analisi precedente del 2017, che vede anch'essa, come quella più recente, l'Italia in coda alla classifica.

Come è naturale intuire, un importante driver per il raggiungimento di un grado soddisfacente di alfabetizzazione finanziaria è il livello di istruzione, e la figura sottostante ne è un'evidenza, poiché si nota un punteggio crescente al crescere del titolo di studio conseguito. Anche in tale ambito i risultati delle due citate indagini presentano situazioni sostanzialmente invariate.

Figura 11: Livello di istruzione e alfabetizzazione finanziaria

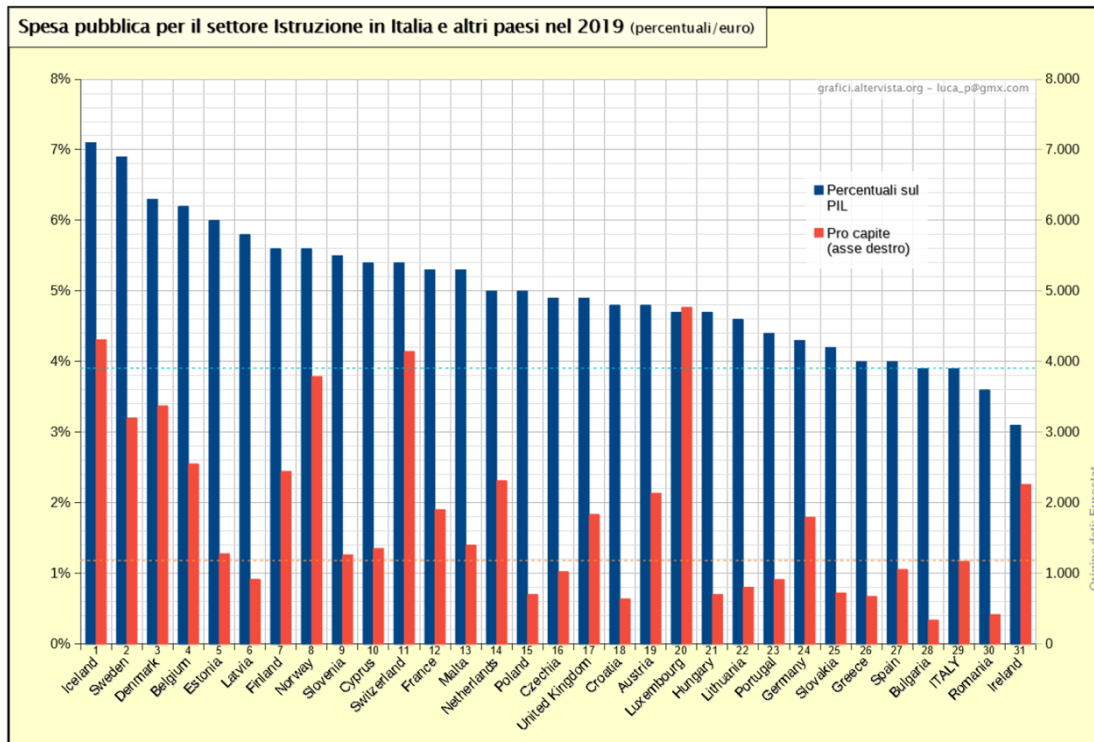


Fonte: [34]

Una considerazione cruciale ai fini del presente lavoro è riportata nell'elaborato di Banca d'Italia [34], nel quale viene affermato che "Gli italiani sono comunque consapevoli delle proprie modeste conoscenze finanziarie ... La percentuale di individui che ritengono di avere conoscenze sotto la media è superiore di circa 20 punti percentuali rispetto alla media OCSE".

E il livello di spesa in istruzione che i vari paesi sostengono, rapportato in percentuale rispetto al proprio PIL, sottolinea che questa variabile è una determinante che concorre in maniera sostanziale alla formazione dei risultati precedentemente esposti. Dalla figura successiva, si nota che l'Italia risulta ancora una volta in coda alla classifica dei paesi dell'area europea. Sebbene i dati facciano riferimento ad un anno precedente rispetto a quello in cui è stata condotta l'analisi di Banca d'Italia in oggetto, questo dato si ritiene sia un indicatore ugualmente valido ai fini illustrativi del presente paragrafo.

Figura 12: Spesa pubblica nell'istruzione per i paesi dell'area europea



Fonte: [27]

Sulla base di tutte queste informazioni, è naturale dedurre che l'investitore medio non dispone delle conoscenze adatte per poter attuare un adeguato piano di investimento, e quindi, nel caso in cui volesse prendere parte alle dinamiche dei mercati finanziari, dovrà essere guidato da una figura più competente, ovvero il consulente finanziario; ma se quest'ultimo non dovesse godere della fiducia del proprio cliente, non riuscirà ad esprimere al meglio le proprie potenzialità, e ciò avverrà soprattutto sul piano della gestione emotiva. Il cliente, in mancanza di fiducia, non dormirà sonni tranquilli nemmeno se affiancato da una figura professionale.

Calcagno, Giofrè, Urzi-Brancati (2017) sostengono inoltre, sulla base dell'analisi dell'UCS (UniCredit Survey), che le banche sono la principale fonte di informazione per i propri clienti e per gli investitori in generale, poiché sono le istituzioni operanti nel campo finanziario con cui questi generalmente intrattengono più rapporti ed esse, in più, tenderanno a dare informazioni corrette ma parziali, poiché finalizzate

a facilitare la vendita dei prodotti da loro offerti. Ciò richiama l'ampio tema del conflitto di interesse tra cliente e consulente (o istituto bancario nel caso specifico), che risulta essere tanto importante quanto ricorrente in letteratura, al punto che Krausz, Paroush (2001) individuano almeno due motivi per cui le istituzioni finanziarie ed i relativi consulenti potrebbero agire in conflitto di interesse: "In primo luogo, le raccomandazioni di acquisto generano più commissioni rispetto alle raccomandazioni di vendita" [16] e questo dovrebbe ovviamente spingere i consulenti verso le raccomandazioni di acquisto, anche quando queste non risultano adeguate. "In secondo luogo, un analista ... potrebbe trovare difficoltà a rapportarsi con gli esponenti aziendali al punto che, prima di rilasciare un rapporto negativo, egli richiederà un maggior onere della prova a causa di considerazioni di interesse personale." [16] In questo caso, l'esperto di finanza, a causa di problemi che possono ripercuotersi sulla sfera della relazione con i propri colleghi o superiori, rischierà di dare dei giudizi viziati per il semplice intersecarsi degli interessi personali con l'output del proprio lavoro.

Inoltre, sempre Krausz, Paroush (2001), constatando che la remunerazione del consulente finanziario varia in relazione alle diverse categorie di asset che riesce a piazzare, riescono ad indentificare le maggiori determinanti di tal politica remunerativa, che possono individuarsi nella diversa competitività tra i vari mercati degli asset finanziari a cui consegue anche una sensibile "differenza nei costi di analisi dei diversi tipi di asset"[16]; e l'esame di tali fattori, assieme all'ipotesi che il consulente agisce esclusivamente in funzione della massimizzazione della propria utilità, consente ai due autori di affermare che le azioni del consulente "non coincideranno necessariamente con gli obiettivi degli investitori"[16], riconducendo così l'analisi verso il problema del matching tra le esigenze degli investitori e quelle del consulente, che in determinati modelli di business risultano spesso essere divergenti, ed è proprio in quest'ultimi che rischiano di palesarsi le dinamiche proprie del conflitto di interessi.

Alla luce di tutto ciò è evidente che il cliente o l'investitore che non abbia a disposizione una cultura di base o informazioni più complete sarà condotto verso delle valutazioni quanto meno incomplete, se non addirittura fuorvianti.

Ad esempio, risulta che solamente il 6% dei partecipanti all'UCS abbia chiesto se vi fosse la possibilità di acquistare prodotti emessi da altri istituti finanziari oltre a

quelli emessi dalla banca stessa; [4] questo sta a riprova del fatto che gli istituti bancari ricoprono una posizione di grande importanza, soprattutto per quanto riguarda la divulgazione di informazione e cultura finanziaria.

Calcagno, Giofrè, Urzì-Brancati (2017) trovano inoltre che un maggior grado di cultura finanziaria influisca positivamente sulla probabilità di trovare un consulente competente e adatto alle proprie esigenze, cosicché il servizio risultante sia di alta qualità. [4]

Alla luce delle considerazioni finora effettuate, risulta ancora una volta evidente come la consulenza finanziaria e la cultura finanziaria non si comportino come due beni sostituti, bensì come due beni complementari poiché vi sono delle particolari e significative sinergie tra i due mondi. [5] In aggiunta, la cultura finanziaria sembra essere un requisito indispensabile per usufruire al massimo delle potenzialità del servizio di consulenza, ponendosi quindi come condizione necessaria e non sufficiente.

Il grado di cultura finanziaria sembra però essere correlato anche ad altri aspetti che si analizzano nell'immediato seguito.

Difatti, è semplice affermare che il grado di cultura finanziaria possa avere un impatto sulla comprensione delle caratteristiche di un prodotto finanziario, e quest'ultime sono sicuramente una determinante della scelta d'investimento; ciò implica che il grado di cultura finanziaria influenza direttamente le scelte di investimento. Questo è facilmente dimostrabile dal fatto che chi presenta un maggior grado di cultura finanziaria sarà in grado di assumere rischi maggiori in maniera ben ponderata, ottenendo così, almeno potenzialmente, dei rendimenti superiori alla media. Ne consegue che le persone finanziariamente colte siano più inclini alla detenzione in portafoglio di attività aventi un maggior profilo di rischio, rispetto ad investimenti alternativi, considerati risk-free.

A sostegno di quest'ultima considerazione Calcagno, Monticone (2015) trovano una correlazione positiva tra il grado di cultura finanziaria delle persone e la loro inclinazione alla detenzione di asset più rischiosi, correlazione che esiste anche con riferimento alla ricchezza iniziale [5]; ma mentre la seconda spiegazione si trova facilmente grazie al concetto di utilità marginale del singolo euro (ovvero maggiore è la ricchezza iniziale minore sarà l'utilità marginale del singolo euro, cosicché anche di fronte ad eventuali perdite la percezione di dolore dell'investitore ricco sarà

minore rispetto ad un altro che invece presenti una posizione di partenza più esigua, per il quale, invece, ogni singolo euro detiene una maggiore utilità marginale), la ragione della prima affermazione sta anche nel costo di acquisizione delle informazioni da parte dell'investitore, oltre che nella propensione al rischio, che è un fattore fortemente legato ad inclinazioni personali: così, più alto sarà il grado di cultura finanziaria minori saranno i "costi di comprensione del prodotto" che l'investitore dovrà affrontare, permettendogli in tal modo di approcciarvi più facilmente rispetto ad un investitore che presenti un grado di cultura minore.

Per riassumere, il costo per il cliente necessario all'acquisizione di informazioni sui prodotti più complessi o rischiosi risulta essere inversamente proporzionale al suo livello di cultura finanziaria. [14]

Sempre in tema di educazione ed alfabetizzazione finanziaria, man mano che la consulenza finanziaria avanza, si evolve nelle forme e nelle sue modalità operative ampliando così il target a cui si rivolge, diventa sempre di maggior attenzione il ruolo del consulente finanziario che assume le vesti dell'educatore, tema questo che ben si lega al "communication game" di Calcagno, Monticone (2015), in merito alle informazioni che il consulente rivela al cliente.

A proposito di tal ruolo che il consulente può assumere, Jonathan Figoli (2019) afferma che "il cliente deve trovare nel consulente finanziario ... un punto di riferimento con cui confrontarsi su ogni esigenza". [12]

L'autore inquadra tal ruolo nella definizione di "consulente maestro", che ai nostri fini è facilmente riconducibile alla visione del consulente finanziario come "money doctor", ovvero come quella figura che assumendo varie vesti, tra cui anche quella di educatore, è in grado di capire e seguire le esigenze del cliente nelle loro diverse declinazioni, tra le quali vi è anche quella di apprendimento sulle tematiche finanziarie.

Per quanto questa crescente attenzione al tema di cui sopra non sia la soluzione definitiva al problema dell'alfabetizzazione finanziaria, si può comunque affermare che essa rappresenta un passo avanti verso il raggiungimento di un livello diffuso di conoscenza finanziaria più ampio, il che è anche interpretabile come sintomo di parziale successo delle politiche intervenute negli ultimi anni, quali la MiFID II.

In definitiva, alla luce di tutti i motivi e le argomentazioni sopra riportate, si può affermare che la consulenza finanziaria sta assumendo sempre più una particolare rilevanza, soprattutto se valutata nel suo impatto a livello sociale. [3]

Quest'ultima affermazione assume una rilevanza ancor maggiore se si valuta l'importanza del servizio di consulenza nel suo complesso, partendo dagli aspetti tecnici per poi arrivare anche a quelli comportamentali, tanto che Baker, Ricciardi (2015) evidenziano "le persone, in genere, non hanno problemi di investimento, bensì sono gli investimenti che riflettono i problemi delle persone".

CAPITOLO 4

ALCUNE DETERMINANTI DEL RAPPORTO FIDUCIARIO: UN'ANALISI EMPIRICA

4.1) Introduzione alla ricerca **4.2)** Demografiche **4.3)** Financial literacy **4.4)** Conflitto di interesse **4.5)** Alcune determinanti della fiducia **4.5.1)** La fiducia in relazione all'anzianità del rapporto e alla frequenza degli incontri **4.5.2)** Anticipated reciprocation e norm to trust nei 3 consulenti **4.5.3)** Tratti della personalità determinanti per lo sviluppo della fiducia

4.1) INTRODUZIONE ALLA RICERCA

Il presente capitolo si svolge con l'intenzione di compiere un'analisi empirica su parte delle tematiche trattate nei capitoli precedenti, cercando di ricavare dai dati un insieme di variabili che possono risultare determinanti ai fini della formazione della fiducia tra il consulente ed i propri clienti.

La ricerca qui riportata è stata svolta grazie alla collaborazione di un istituto bancario presente nel territorio veneziano, che si avvale di consulenti abilitati all'offerta fuori sede, assieme all'istituto universitario sempre presente nello stesso territorio, ovvero l'Università Ca' Foscari di Venezia. Tale istituto bancario è attualmente uno dei più importanti nello scenario italiano, ed il relativo modello di business ha permesso allo stesso di insediarsi anche nel territorio veneziano, centro storico compreso.

I dati necessari ai fini della ricerca sono stati raccolti attraverso un questionario¹ distribuito ad un campione di clienti tramite 3 consulenti e combinati con alcune informazioni sui portafogli fornite dai consulenti stessi. Tali dati sono stati forniti in forma anonima e abbinati ai questionari utilizzando dei codici alfanumerici che ogni consulente ha assegnato ai propri clienti e che gli stessi hanno dovuto inserire tra le risposte al questionario.

¹ Il questionario può essere richiesto alla mail ggardenal@unive.it

Si precisa che tutto il processo della ricerca è avvenuto nel pieno rispetto della normativa vigente sulla privacy.

Scendendo ora nei dettagli più operativi della ricerca, il questionario è stato somministrato a circa 30 clienti per ognuno dei tre consulenti coinvolti nel progetto, per un totale di 90 questionari raccolti. Si evidenzia già ora che un questionario non è stato interamente completato da parte di un cliente, che lo ha completato solo per il 17% delle domande presenti, ma si ritiene che comunque questo evento non infici la validità globale della ricerca, restando comunque a disposizione 89 questionari su 90 completati con una percentuale del 100%.

Quanto ai clienti, essi vengono classificati in diverse categorie, sulla base delle indicazioni date dall'istituto bancario e a seconda del valore patrimoniale del portafoglio messo a disposizione del consulente. Le classificazioni dei clienti sono le seguenti, elencate in ordine di valore patrimoniale crescente:

- Basic;
- Smart +;
- Privilege;
- Elite.

Si passa ora ad una breve descrizione del questionario utilizzato; in più, si precisa sin d'ora che le domande utilizzate all'interno del questionario sono ricavate da fonti letterarie generalmente accettate da lungo tempo ed adeguatamente testate.

Al suo interno vi sono 34 domande suddivise in 9 blocchi, dove ogni blocco contiene domande selezionate per criterio di appartenenza al medesimo argomento.

Il primo blocco è puramente introduttivo e presenta il questionario ai soggetti che lo compileranno, ovvero i clienti della banca.

Il secondo blocco indaga sull'anzianità del rapporto di clientela intrattenuto con l'istituto bancario e con il proprio consulente. È stato inoltre richiesto anche quanto dispiacerebbe al cliente perdere il proprio consulente.

Quest'ultima domanda, essendo considerabile come un driver del livello di fidelizzazione dei clienti, risulterà centrale ai fini della ricerca svolta.

Il terzo blocco ed il quarto blocco chiedono al cliente di valutare autonomamente la propria tolleranza al rischio, dandone prima un'indicazione per mezzo di un'autovalutazione (subjective risk tolerance), che troverà poi un riscontro nella dimensione oggettiva della tolleranza al rischio (objective risk tolerance).

Il quinto blocco “Big Five” individua, attraverso l’approccio proposto nell’omonimo modello, i tratti di personalità che il cliente tenderà o meno ad associare a sé stesso, tramite una scala numerica che va da 1 a 7.

Il sesto blocco indaga sugli aspetti di alfabetizzazione finanziaria trattati al capitolo precedente, attraverso domande che, riportando una sola risposta corretta, permettono di stimare con ragionevole accuratezza il livello di cultura finanziaria di base dei clienti che hanno aderito allo svolgimento del questionario.

Il settimo blocco richiede ai clienti della banca di numerare, in ordine di importanza, una serie di ruoli che la letteratura solitamente attribuisce ai consulenti finanziari, cosicché anche questi “incarichi” possano essere individuati ed ordinati con un elevato grado di accuratezza in relazione alla loro importanza percepita dai clienti che vivono in prima persona il rapporto con il consulente.

L’ottavo blocco “Driver della trustworthiness” indaga sulla dimensione dell’affidabilità, essendo questa strettamente legata alla fiducia, e su quali siano le variabili maggiormente determinanti ai fini del suo consolidamento.

Il nono – ed ultimo – blocco chiede ai clienti di dare le proprie generalità, cosicché essi possano successivamente essere classificati ed individuati in varie categorie e ciò avverrà ai fini di una maggiore accuratezza espositiva della ricerca compiuta.

Quanto invece ai consulenti, i loro profili sono sensibilmente diversi l’uno rispetto all’altro e verranno descritti, oltre che classificati, nell’immediato seguito.

Il primo consulente (d’ora in poi C1) lavora presso l’istituto bancario da oltre trent’anni e gestisce un totale di portafoglio leggermente superiore agli 8,8mln di €, con riferimento ai soli 34 clienti che si sono resi disponibili a partecipare a quest’iniziativa di ricerca.

Il secondo consulente (d’ora in poi C2) lavora presso tal istituto, oltre che nel settore, da poco più di 20 anni, e gestisce un portafoglio di poco superiore ai 2,7 mln di €, parametrato rispetto ai 24 clienti analizzati.

Il terzo consulente infine (d’ora in poi C3), a differenza degli altri, lavora presso questo istituto da meno di un decennio – anche se la sua esperienza nel settore bancario è più che trentennale – e l’ammontare dei portafogli dei 32 clienti analizzati, in questo caso, è leggermente inferiore ai 3,6 mln di €.

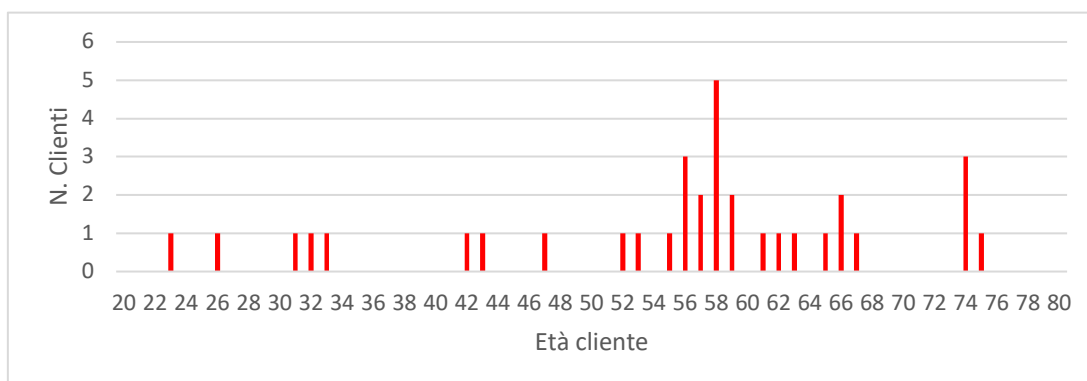
Dopo aver reso disponibile una basilare panoramica sulle caratteristiche della ricerca e sui soggetti dalla stessa interessati, si procede all'illustrazione delle prime statistiche descrittive.

4.2) DEMOGRAFICHE

Si inizia ora con la descrizione più minuziosa della ricerca, avendo a riguardo i dati forniti dalla banca sulle generalità dei clienti (sempre garantendo il completo anonimato), che permettono di avere una visione più dettagliata delle caratteristiche del pacchetto di clienti che fa riferimento ad ogni consulente.

Con riferimento al consulente C1, i clienti resisi disponibili a prendere parte alla ricerca riportano un'età media di 55 anni, e nel grafico sottostante ne è rappresentata la precisa distribuzione.

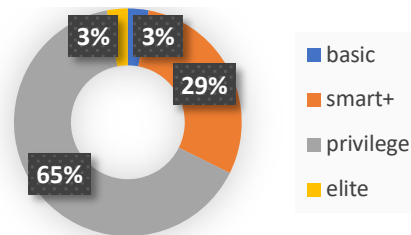
Grafico 1: Età dei clienti di C1



Fonte: autoprodotta

In più, con riferimento alle categorie di cliente, C1 riporta questa distribuzione del campione di clientela preso in esame.

Grafico 2: Distribuzione clienti di C1 per categoria



Fonte: autoprodotta

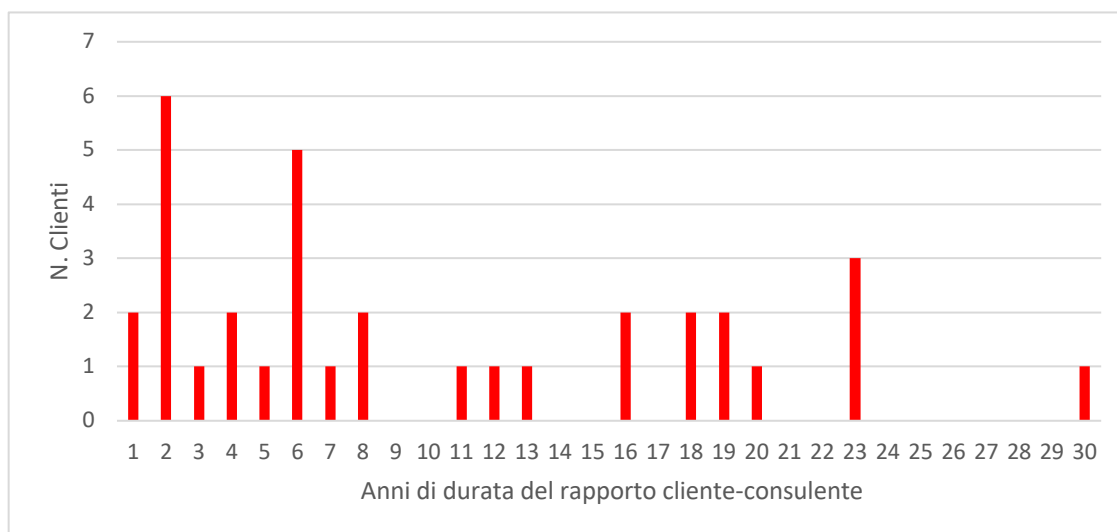
Nel pacchetto clienti di C1 vi è una netta preponderanza di clienti Privilege, che hanno quindi un patrimonio considerevole, e ciò giustifica il fatto che il portafoglio totale del pacchetto clienti di C1 analizzato risulti sensibilmente più alto rispetto alla situazione riportata dagli altri consulenti.

Il confronto verrà agevole nel seguito, quando saranno presentati i dati relativi agli altri consulenti.

I clienti Basic di C1, al pari dei clienti Elite, rappresentano il 3% del campione preso in considerazione, a differenza dei clienti Smart+ che rappresentano invece il 29% del campione ed, ovviamente, i clienti Privilege ne rappresentano la parte restante, ovvero il 65%.

Il grafico sottostante riporta il numero di clienti che intrattengono il rapporto con C1 in relazione alla longevità di tal relazione, e la media riportata in questo caso rileva un'anzianità media della clientela che si attesta attorno ai 10 anni.

Grafico 3: Durata in anni del rapporto di C1 con i clienti



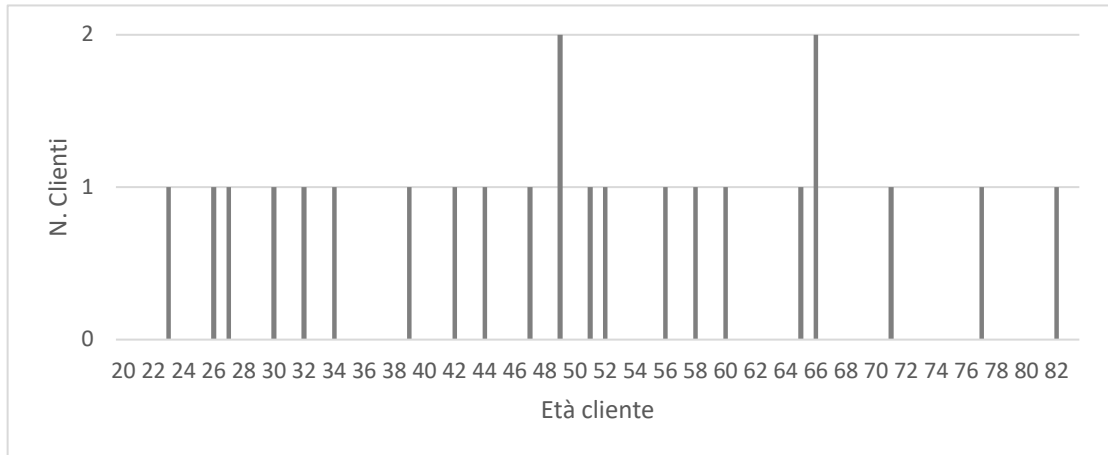
Fonte: autoprodotta

Si prosegue ora fornendo una panoramica in merito alla clientela di C2, procedendo con il medesimo tipo di analisi svolto per il pacchetto di clienti di C1.

Con riferimento quindi a C2, i relativi clienti resisi disponibili per l'analisi riportano un'età di media di 50 anni, risultando mediamente più giovani dei clienti di C1 di circa 5 anni e la loro età risulta essere quasi equamente distribuita nella fascia d'età 20-80 anni; la distribuzione precisa delle età dei clienti viene riportata nel grafico sottostante.

La sommatoria della distribuzione in questo caso da 23, e non 24 come ci si sarebbe altrimenti dovuti aspettare, poiché la banca non ha fornito il dato relativo all'età di un cliente che ha compilato il questionario.

Grafico 4: Età dei clienti di C2

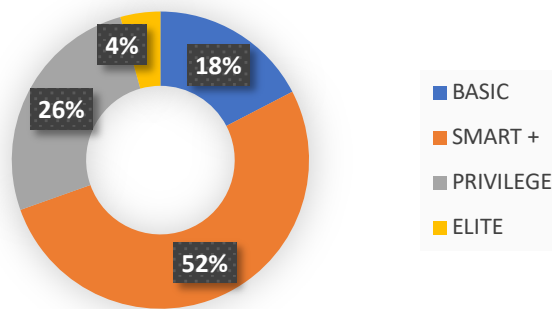


Fonte: autoprodotta

Con riferimento alle categorie, la distribuzione della clientela di C2 risulta essere composta al 18% da clienti classificati come Basic, al 52% da clienti Smart+ (che rappresentano la parte preponderante), al 26% da clienti Privilege e, infine dal 4% di clienti Elite.

La distribuzione qui messa in luce, assieme al dato relativo al numero di clienti considerati, può aiutare a spiegare lo scostamento del patrimonio gestito da C2 rispetto a quello gestito da C1, essendo il primo considerevolmente minore; i clienti che si rivolgono a C2 difatti sono per lo più di fascia inferiore rispetto a quelli a che si rivolgono a C1, oltre che essere in netta minoranza numerica. Si ricorda poi che, trattandosi di un'indagine campionaria, la situazione qui rappresentata potrebbe non essere perfettamente rappresentativa dell'intera clientela dei tre consulenti.

Grafico 5: Distribuzione clienti di C2 per categoria



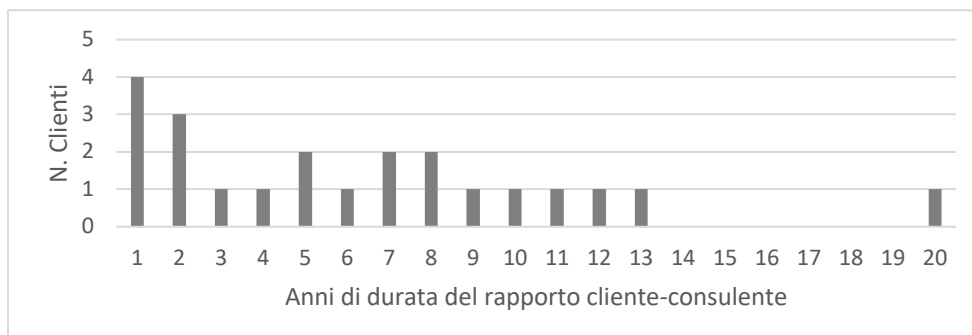
Fonte: autoprodotta

Quanto alla durata del rapporto tra i clienti presi in analisi e C2, dei 24 clienti considerati la banca non ha fornito il dato preciso di due soli di questi, motivo questo per cui la statistica che seguirà riporterà come somma totale del conteggio clienti 22 e non 24, come ci si sarebbe altrimenti dovuti aspettare.

La distribuzione degli stessi risulta avere un unico dato, per così dire, "anomalo", che è rappresentato dal cliente più longevo, il quale risulta avere un rapporto con C2 quasi dall'inizio della sua esperienza presso l'istituto bancario.

Per il resto C2 ha una clientela relativamente nuova, al punto che il 50% dei clienti considerati intrattiene il rapporto con il consulente al massimo da 5 anni e la media della durata del rapporto tra cliente e consulente si attesta in questo caso attorno ai 6,3 anni.

Grafico 6: Durata in anni del rapporto di C2 con i clienti

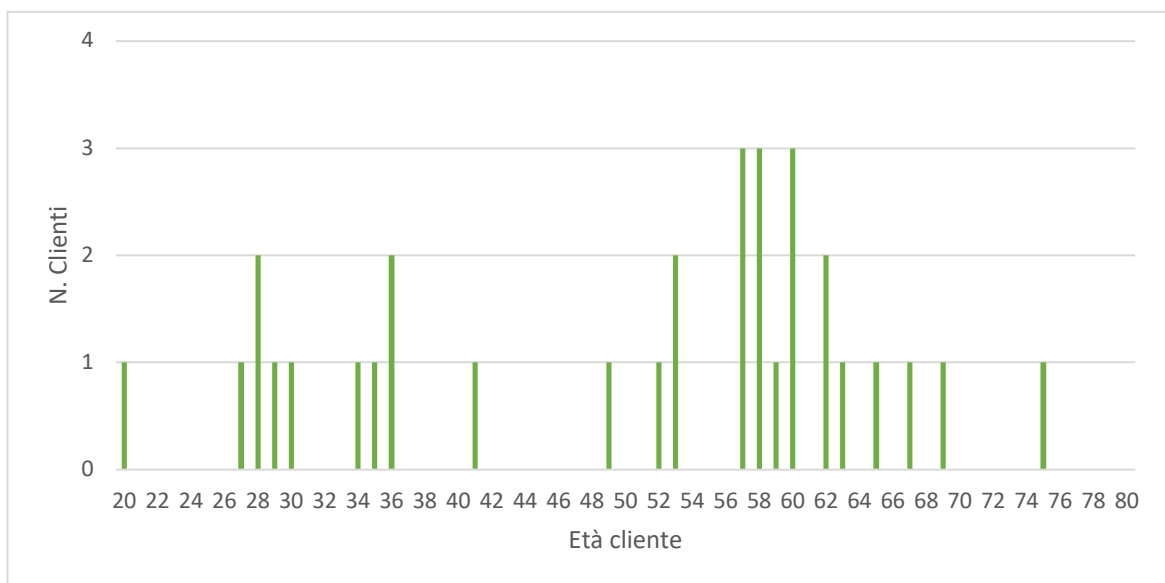


Fonte: autoprodotta

Infine, con riferimento a C3, l'età media del pacchetto clienti considerato si attesta attorno ai 50 anni, analogamente a ciò che avviene per C2, sebbene il campione considerato con riferimento a C3 sia più grande di 8 unità; questo risultato si può attribuire al caso, non sussistendo alcun tipo di correlazione rilevante tra i due campioni in esame che, anzi, sono totalmente indipendenti.

La distribuzione delle età del campione considerato per C3 viene, come di consueto, riportata nell'immediato seguito.

Grafico 7: Età dei clienti di C3

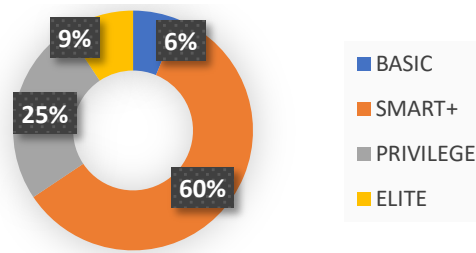


Fonte: autoprodotta

Si nota che, nonostante la media della clientela si attesti sui 50 anni, vi è una grossa concentrazione di questi nella fascia d'età compresa tra i 57 ed i 60 anni, il che aiuta a spiegare la differenza rispetto a C2 in termini di portafoglio gestito dal consulente, essendo quella la fascia d'età in cui le persone hanno accumulato più massa patrimoniale.

Quanto alla distribuzione dei clienti di C3 per categoria di appartenenza, il 6% appartiene alla categoria Basic, il 60% alla categoria Smart+ (che rappresentano quindi la maggioranza assoluta), il 25% alla categoria Privilege ed il restante 9% alla categoria Elite.

Grafico 8: Distribuzione clienti di C3 per categoria

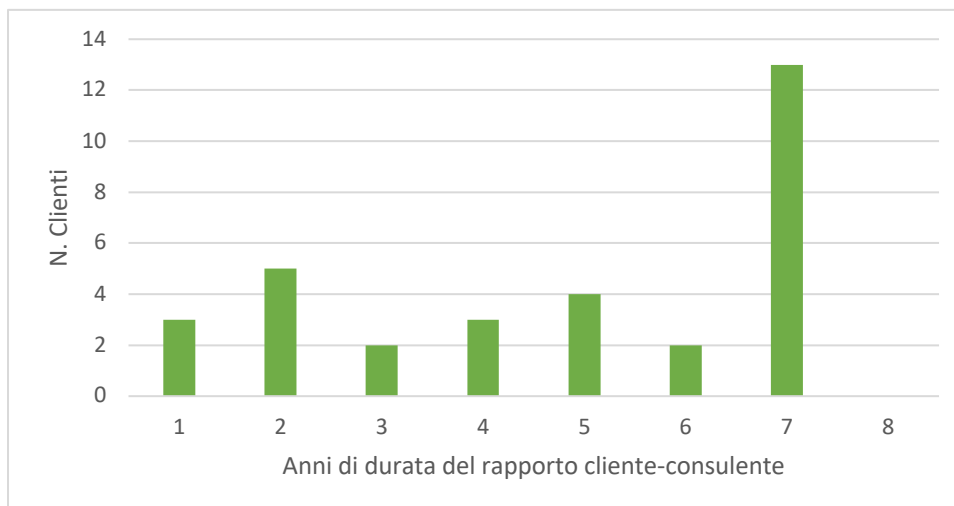


Fonte: autoprodotta

Per C3, infine, la durata del rapporto con i clienti è mediamente inferiore ai due consulenti precedenti, attestandosi questa attorno ai 4,8 anni, e ciò è sicuramente dovuto anche al fatto che C3 lavora per l'istituto bancario in questione da un periodo sensibilmente minore rispetto agli altri due consulenti considerati.

La distribuzione dettagliata della durata del rapporto cliente consulente è riportata nell'immediato seguito, come è già avvenuto per i due consulenti precedenti.

Grafico 9: Durata in anni del rapporto di C3 con i clienti



Fonte: autoprodotta

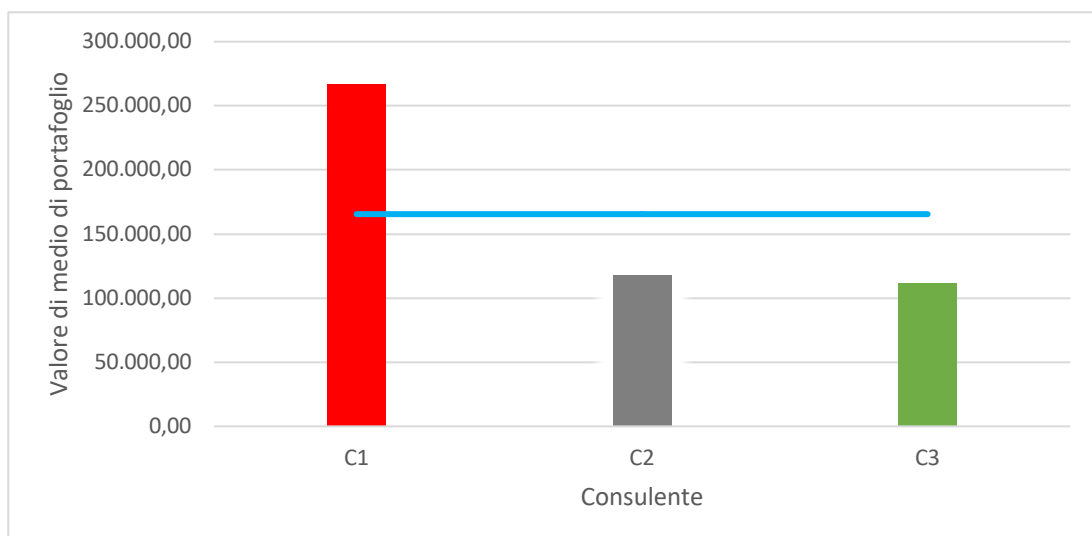
Balza immediatamente all'occhio come 19 clienti su 32, ovvero circa il 59% degli stessi, intrattengono un rapporto con il consulente da 5 anni o più, mentre la restante parte del campione intrattiene rapporti con esso di minor durata.

Passando ora ad analizzare la posizione patrimoniale in gestione ai consulenti, risulta che il portafoglio medio gestito di C1 sia di 267.217€, a differenza di C2 e C3 che gestiscono portafogli mediamente molto più esigui, attestandosi rispettivamente a 117.661€ e 111.594€.

La media di portafoglio con riferimento all'intero campione misura 165.490€.

La dimensione media dei portafogli considerati e l'entità dello scostamento tra gli stessi sono dei dati considerevoli, che in alcuni casi consentiranno di motivare anche i diversi stili di consulenza e i diversi processi di formazione della fiducia che emergono dalle analisi svolte nei paragrafi seguenti.

Grafico 10: Media di portafoglio per consulente e media di portafoglio campione



Fonte: autoprodotta

4.3) FINANCIAL LITERACY

Si prosegue il capitolo presente analizzando il tema della financial literacy, già precedentemente esaminato nel suo profilo teorico, per cercare di capire quali siano degli eventuali legami di questa con la ricchezza di portafoglio dei clienti riportata dalla banca, oltre che per testare se vi siano legami con il titolo di studio conseguito dalle persone.

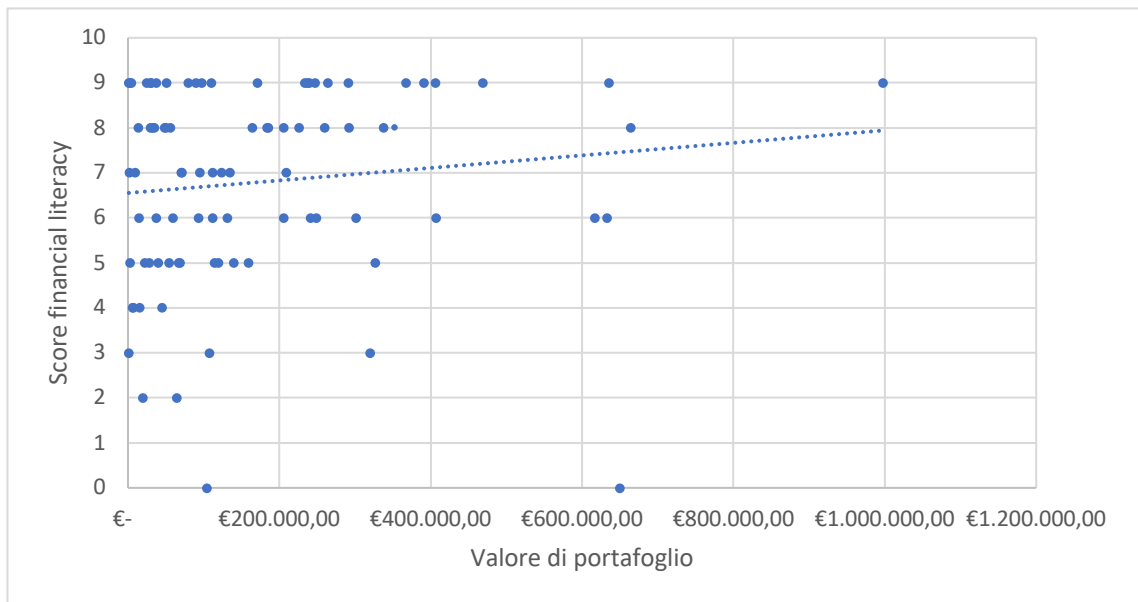
Il test relativo a quest'ultima parte permetterà poi di confrontare i risultati ottenuti con quelli riportati dall'analisi di Banca d'Italia [34], al fine di sostenere le relative ipotesi oppure al fine di fornire spunti di riflessione, nel caso i risultati qui esposti siano difformi rispetto ai primi.

Si prende ora in analisi la prima ipotesi, ovvero si procede nel testare l'esistenza di potenziali legami tra il grado di cultura finanziaria e la consistenza del patrimonio dei clienti.

È quantomeno intuitivo pensare che il grado di cultura finanziaria sia in qualche modo legato alle consistenze patrimoniali di ciascuno, ed il risultato è presentato nel grafico sottostante.

Precisando che il punteggio massimo ottenibile nella parte del questionario sulla financial literacy è di 9 punti, viene sotto riportata la distribuzione dei punteggi ottenuti dai clienti in relazione al proprio portafoglio, e questo avviene con riferimento all'intero campione.

Grafico 11: Relazione tra patrimonio nell'intero campione e score financial literacy



Fonte: autoprodotta

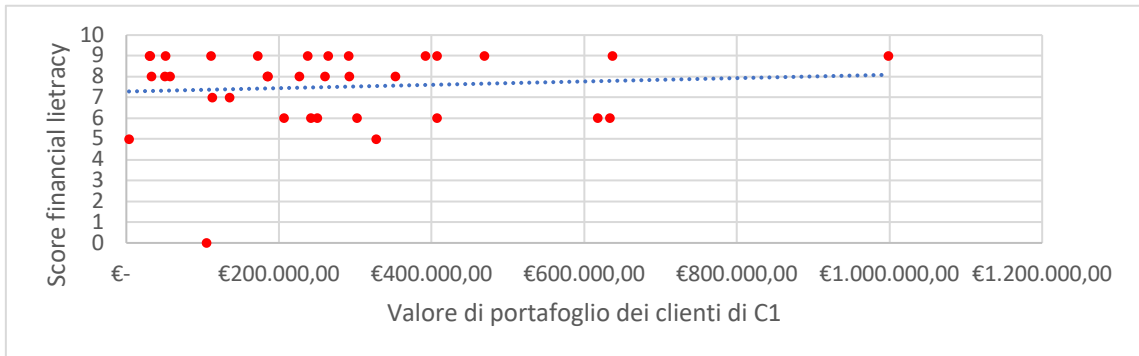
Il coefficiente di correlazione tra i dati riportati nel grafico ammonta a 0,12 e, pur trattandosi di un basso valore, considerando che tale coefficiente può assumere valori compresi tra -1 ed 1, esso rappresenta pur sempre una correlazione positiva tra le due grandezze, come viene poi confermato dalla pendenza della retta di regressione.

Quindi, con riferimento all'intero campione, si può affermare l'esistenza di una relazione positiva tra le due grandezze analizzate.

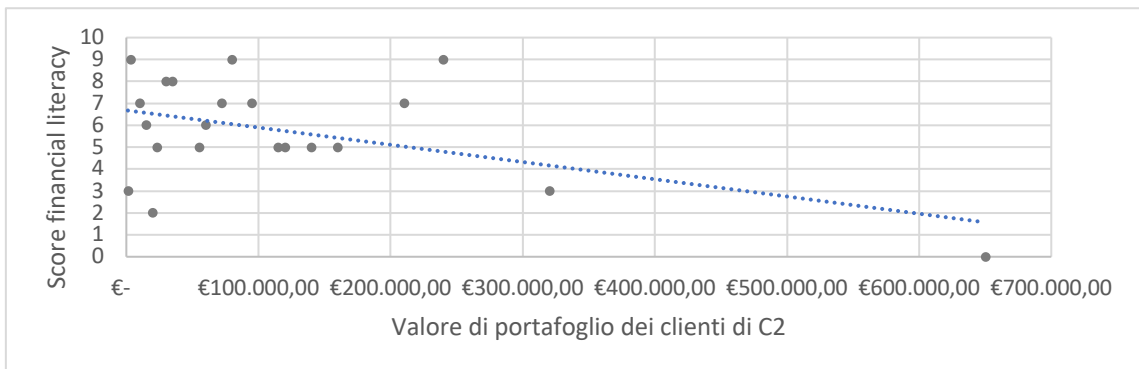
Nel procedere con lo stesso tipo di analisi in relazione al portafoglio clienti dei singoli consulenti i risultati sono, invece, contrastanti. Questi verranno riportati nell'immediato seguito.

Grafico 12: Relazione patrimonio nei singoli consulenti e score financial literacy

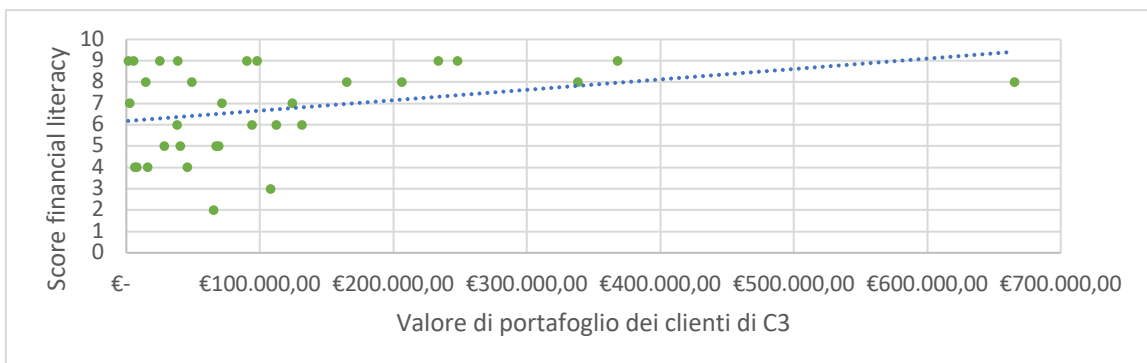
C1



C2



C3



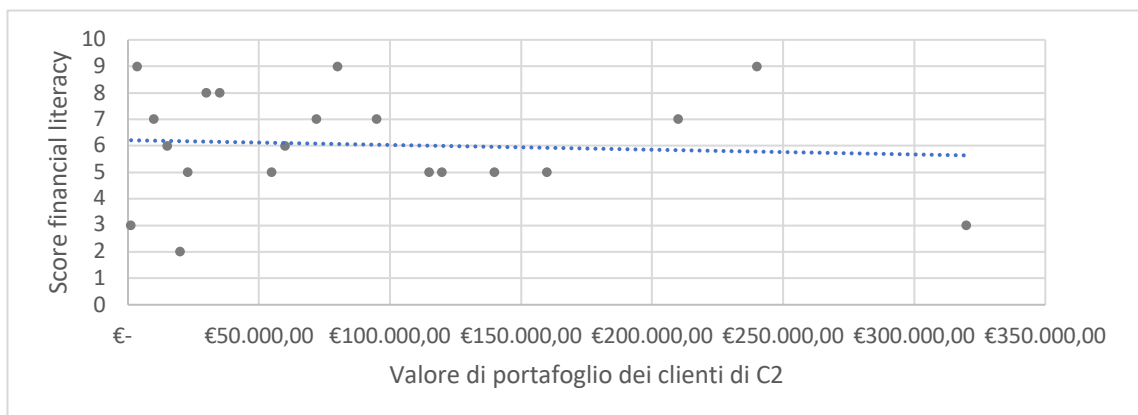
Fonte: autoprodotta

Nel caso di C1 il valore del coefficiente di correlazione tra i dati rappresentati nel grafico è di 0,09, mentre nel caso di C3 è di 0,32; questi sono dei valori che

mediamente possono combaciare con il valore riportato dall'intero campione, anche per il fatto che entrambi si posizionano in territorio positivo.

Nel caso di C2, invece, il valore del coefficiente di correlazione tra i dati è di -0,49, il che rappresenta uno scostamento significativo rispetto al dato di 0,12 relativo all'intero campione, e l'entità dello scostamento si rileva sia con riferimento al valore assoluto che con riferimento al segno dei due dati che, nel caso di C2, risulta essere negativo, all'esatto contrario di quello che accade nell'interezza del campione considerato. La diversità rispetto all'intero campione può essere parzialmente spiegata quantomeno sulla base di due fattori: il primo si sostanzia nell'esiguo numero di osservazioni relative a C2 (cosa che in realtà accade anche per C1 e C3) che incidono sulla significatività delle conclusioni tratte, mentre il secondo fattore consiste nella presenza di un dato anomalo in ascissa al valore 650.000€ che, anche visivamente, influenza il crearsi della retta di regressione. Difatti, dal grafico di cui sotto, si rileva che, se questo dato non venisse considerato, la pendenza della retta rimarrebbe comunque negativa, tendendo però verso l'appiattimento. La correlazione difatti in questo caso si attesta a -0,08.

Grafico 13: Relazione patrimonio in C2 con variante e score financial literacy



Fonte: autoprodotta

Poi, il punteggio totale medio alle risposte sulla financial literacy ottenuto dai clienti di C1 è di 7,5, quello dei clienti di C2 è di 5,7 e infine quello dei clienti di C3 è di 6,7.

I tre consulenti collocano il loro ruolo di educatore finanziario in modo diverso potendolo posizionare su una classifica di 3 posti: in particolare, C1 e C2 lo mettono al secondo posto, a differenza di C3 che lo mette al primo posto.

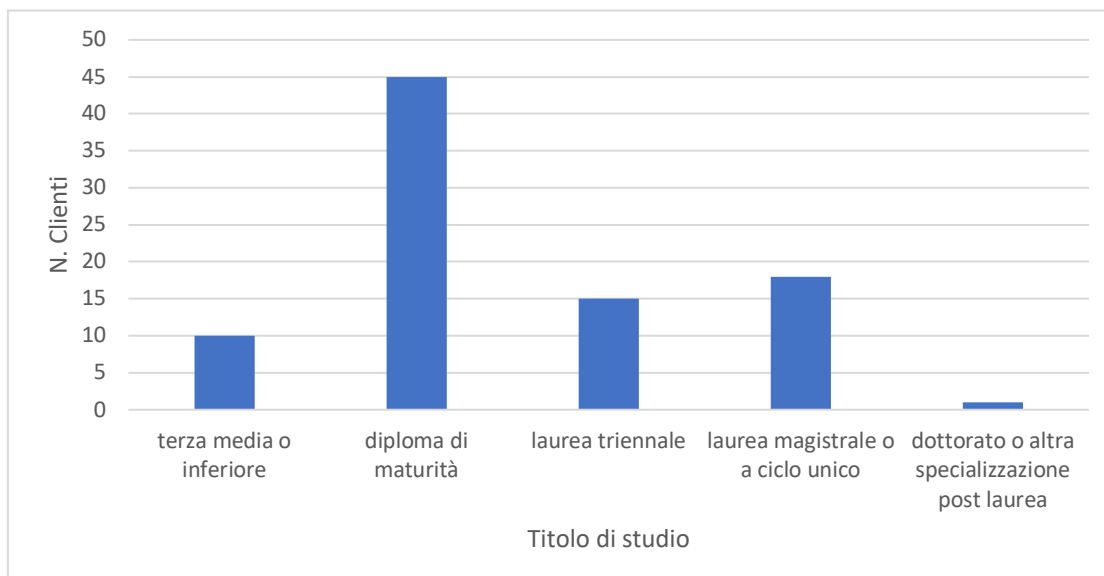
Non si rileva neanche in questo caso un legame costante tra i vari dati, poiché i consulenti che mettono al secondo posto il ruolo di educatore finanziario ottengono dai propri clienti il punteggio maggiore e quello minore, a differenza di C3 che, mettendo questo ruolo al primo posto, ottiene dai propri clienti il punteggio intermedio.

Non si rileva di conseguenza un legame tra l'importanza che il consulente attribuisce al proprio ruolo di educatore finanziario con il livello di alfabetizzazione finanziaria riportato dai propri clienti.

Quanto invece al legame relativo alla seconda ipotesi di ricerca in tema di cultura finanziaria (la potenziale relazione tra quest'ultima ed il titolo di studio conseguito dai clienti della banca) i risultati vengono presentati nell'immediato seguito.

Il grafico riportato sotto indica il numero di clienti che hanno conseguito un determinato titolo di studio.

Grafico 14: N. clienti per titolo di studio



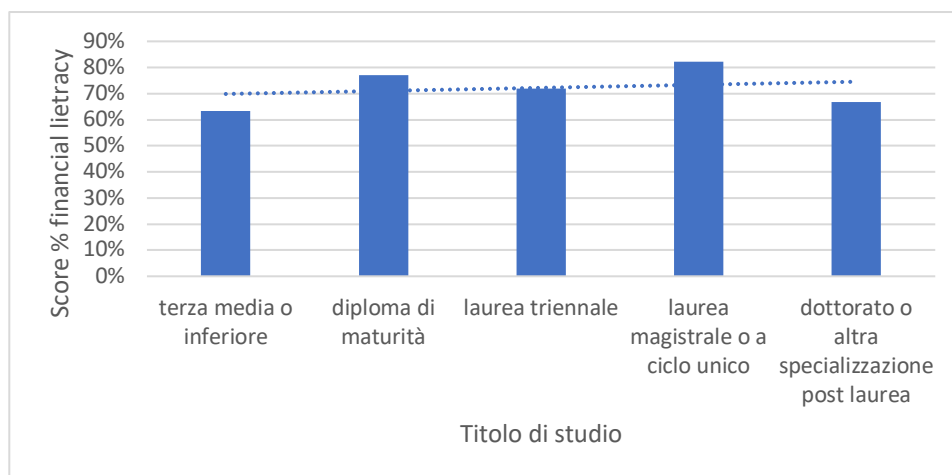
Fonte: autoprodotta

È facile notare come vi sia una netta prevalenza di clienti che hanno conseguito il diploma di maturità; risulta infatti che 45 di essi hanno conseguito tal titolo di studio e questi rappresentano il 50,5% dell'intero campione preso in considerazione.

Questo tipo di statistica però è puramente descrittiva, mentre ai nostri fini interessa ricercare l'esistenza di una relazione tra due dimensioni, ossia determinare se vi sia una relazione diretta tra il titolo di studio conseguito dai clienti e il loro grado di alfabetizzazione finanziaria.

Questa evidenza si può evincere dal grafico seguente, dove viene riportata la percentuale di risposte corrette al questionario sulla financial literacy in relazione al titolo di studio, con riferimento all'intero campione considerato dall'indagine qui presentata.

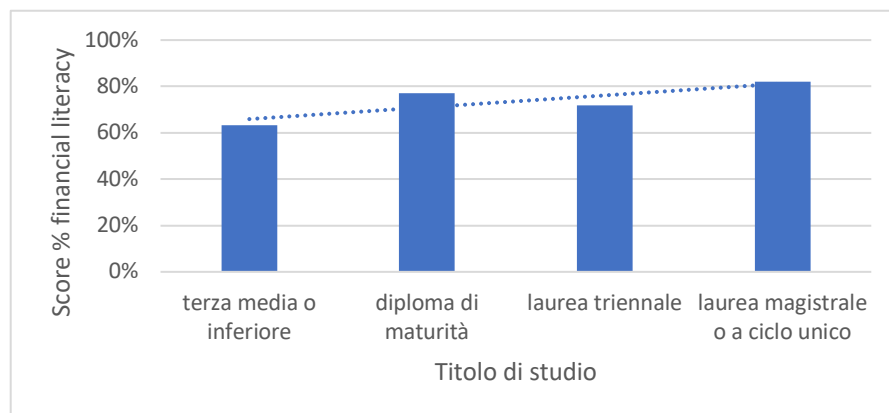
Grafico 15: Percentuale di risposte corrette per titolo di studio



Fonte: autoprodotta.

È bene precisare che, in relazione al risultato ottenuto per il “dottorato o altra specializzazione post laurea”, il dato risulta essere poco significativo poiché derivante da una sola osservazione all'interno della totalità del campione; il che permette di non considerare questo dato e ritenere ugualmente valida l'analisi che quindi si ferma alla “laurea magistrale o a ciclo unico”.

Grafico 16: Percentuale di risposte corrette per titolo di studio con esclusione del dottorato o di altra specializzazione post-laurea



Fonte: autoprodotta

Si nota in entrambi i casi come vi sia una tendenza crescente, seppur le barre degli istogrammi riportino un andamento altalenante al crescere del titolo di studio.

Questi risultati permettono di confermare, in accordo ai risultati presentati nel report di Banca d'Italia, come vi sia una relazione positiva tra il grado di cultura finanziaria delle persone e il titolo di studio che queste hanno conseguito.

Ancorché i risultati riportati da Banca d'Italia presentino un andamento più lineare ed omogeneo, si può imputare la maggior variabilità delle osservazioni oggetto di questa ricerca al numero decisamente più esiguo delle stesse in confronto al campionamento eseguito da Banca d'Italia: per la precisione la presente ricerca è svolta su un campione di 89 persone contro le 2000 che sono state oggetto della ricerca di Banca d'Italia.

4.4) CONFLITTO DI INTERESSE

Ai fini dell'analisi svolta nel presente lavoro e al fine di corredare la parte teorica con un riscontro pratico, è stata svolta anche un'analisi dell'importanza che i clienti attribuiscono alla tematica del conflitto di interessi in relazione al rapporto con il proprio consulente. Tal tema difatti, anche intuitivamente, sembra poter ostacolare il consolidarsi del rapporto cliente-consulente perché può potenzialmente minare

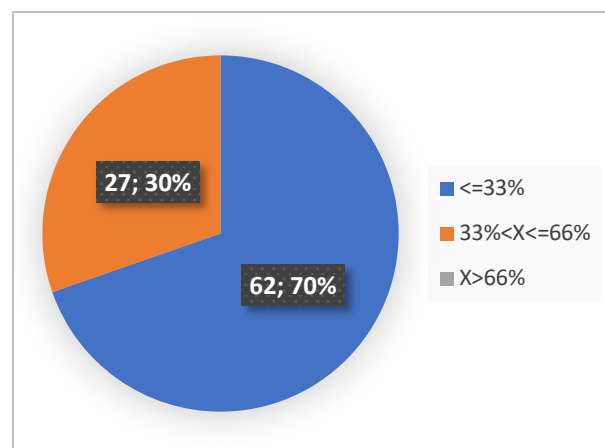
quantomeno la performance materiale che il consulente riesce a rendere al proprio cliente; trattasi questo di un tema già debitamente approfondito in letteratura ed anche riportato nella parte teorica del presente lavoro, oltre che essere risultato oggetto di particolare attenzione della normativa più recente.

I risultati che sono frutto di questa ricerca, però, sembrano essere leggermente in disaccordo con queste ultime considerazioni.

Per giungere all'elaborazione dei dati è stata presa in considerazione un'apposita domanda che richiede al cliente di esprimere in percentuale quanto è importante questa tematica al fine del consolidarsi del rapporto con il proprio consulente.

I risultati da essa derivanti sono espressi a mezzo del grafico di cui sotto.

Grafico 17: Percentuale di importanza per il cliente riguardo il tema del conflitto di interesse



Fonte: autoprodotta

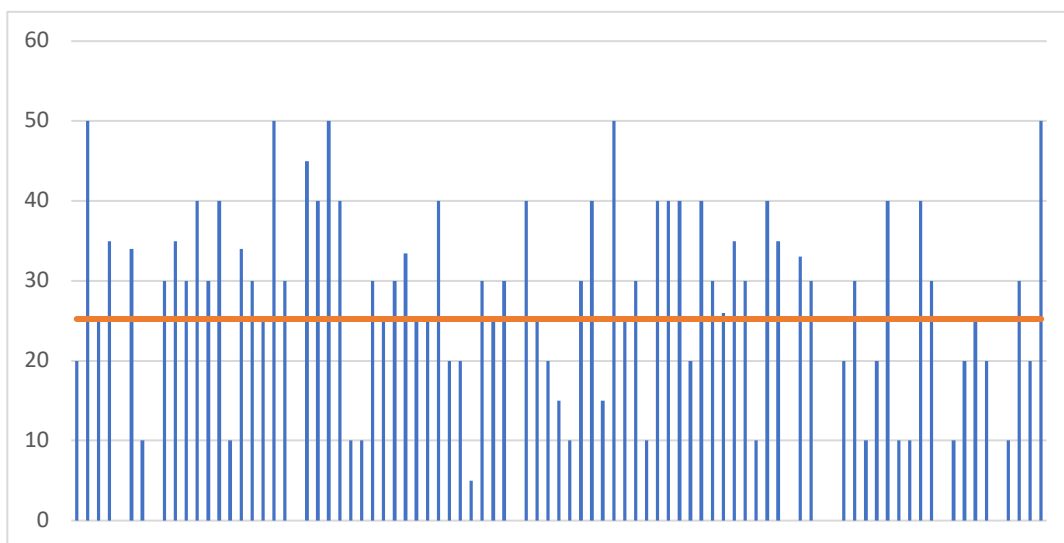
Sulla base della legenda riportata nel grafico, balza subito all'occhio come per nessuno degli 89 clienti considerati il tema del conflitto di interesse ricopra un'importanza maggiore al 66%; nessuno, quindi, attribuisce ad esso una grande importanza rispetto al sano formarsi del rapporto con il proprio consulente.

All'esatto contrario, la maggioranza assoluta del campione considerato ritiene che il tema del conflitto di interessi sia poco rilevante rispetto al formarsi del rapporto con il proprio consulente, tanto che 62 clienti su 89 riportano tal risultato, ed essi corrispondono al 70% dell'intero campione.

Infine, la restante parte del campione, che ammonta quindi a 27 clienti (30%), ritiene che il tema del conflitto di interessi sia mediamente rilevante sempre ai fini della formazione del rapporto con il proprio consulente.

Tra tutti i dati considerati, risulta che l'importanza media di tale tema con riferimento all'intero campione sia del 25,2%, attestandosi quindi come bassa e confermando nuovamente i dati che risultano dal grafico precedente.

Grafico 18: Percentuale di importanza del conflitto di interesse per i clienti e importanza media.



Fonte: autoprodotta

In buona sostanza, l'importanza data al tema del conflitto di interessi, risultante dalla presente ricerca, è relativamente bassa e sottostimata rispetto a quello che ci si sarebbe dovuti aspettare in relazione alla lettura delle fonti letterarie, oltre che in funzione dell'attenzione che la normativa rivolge a tal tema.

Questo risultato era però prevedibile, ed è comunque giustificato dal fatto che la ricerca in oggetto è stata svolta su una sola figura di consulente che la normativa prevede: i consulenti che si sono resi disponibili, difatti, sono tutti consulenti abilitati all'offerta fuori sede che quindi, come risulta dalla lettura del secondo comma dell'art. 31 del TUF, devono svolgere la propria attività "esclusivamente nell'interesse di un solo soggetto". [9]

Essi, come si ha già avuto modo di vedere, devono limitarsi all'offerta dei servizi e dei prodotti di investimento proposti dal soggetto nel cui interesse operano, limitando il range di scelta del cliente. Inoltre questi potrebbero presentare la tendenza a proporre prodotti che non risultano essere in linea con le esigenze del cliente solamente al fine di massimizzare il proprio compenso.

È naturale comunque che le considerazioni svolte dal cliente sul tema del conflitto di interessi siano influenzate dal fatto che i propri consulenti ricadono in tale categoria professionale e, a maggior ragione, qualora i clienti dovessero essere contenti del rapporto che intrattengono con il proprio consulente sia sul piano patrimoniale che sul piano relazionale, è ragionevole che essi non attribuiscono alcun peso al tema del conflitto di interessi.

A rigor di logica, se il tema del conflitto di interesse dovesse risultare per loro mediamente – se non altamente – rilevante, essi non sarebbero clienti dei consulenti su cui la ricerca è stata svolta.

Di conseguenza, per prendere visione della vera importanza che il conflitto di interessi ricopre nel formarsi del rapporto cliente-consulente, è necessario lo svolgimento di una ricerca di più ampio respiro che prenda in considerazione tutte le figure di consulenza regolate dalla norma reperibili nello scenario consulenziale italiano.

4.5) ALCUNE DETERMINANTI DELLA FIDUCIA

4.5.1) LA FIDUCIA IN RELAZIONE ALL'ANZIANITÀ DEL RAPPORTO E ALLA FREQUENZA DEGLI INCONTRI

Per quanto importanti siano le dimensioni finora analizzate nel capitolo presente, il tema centrale del lavoro è il rapporto di fiducia tra cliente e consulente e come questo possa variare a seconda dei vari casi.

La letteratura ha ampiamente discusso e confermato l'importanza di questa dimensione umana nella formazione di un sano rapporto tra le persone, sia che esso risulti essere di natura lavorativa e professionale, sia che esso risulti attinente ad altre tipologie.

Nel presente paragrafo si indagherà su alcune variabili che possono risultare delle determinanti per la buona riuscita del rapporto tra cliente e consulente che, come si è visto, si svolge su una moltitudine di piani, contrariamente a quanto si sarebbe intuitivamente portati a pensare.

Secondo Cruciani, Gardenal, Rigoni (2021) le varie determinanti del rapporto fiduciario sono ascrivibili a due “macrodimensioni” dette “Anticipated Reciprocation” e “Norm to Trust”, le quali sono già state descritte nel capitolo 2.

Essi hanno condotto uno studio sul processo di formazione della fiducia su tre gruppi di consulenti, di cui uno (i Tied Agents) corrisponde alla tipologia di consulenti che sono oggetto della presente attività di ricerca: quest'ultima però continuerà con una direzione diversa dallo studio dei tre autori, andando invece ad indagare come variano la formazione della Anticipated Reciprocation e della Norm to Trust nei tre consulenti oggetto di studio, appartenenti tutti alla stessa categoria. Seguendo questo indirizzo di ricerca possono emergere delle differenze riguardo dei diversi “stili di consulenza” che i professionisti possono adottare.

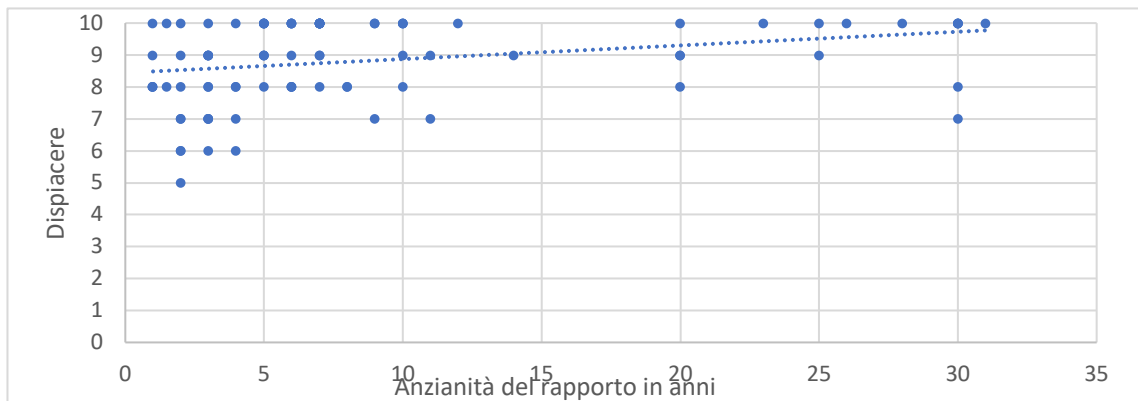
Però, prima di procedere in questa direzione, si ritiene interessante analizzare se vi sia un legame tra un particolare indicatore di fiducia, ossia il dispiacere che il cliente riporterebbe all'ipotetica perdita del rapporto con il proprio consulente, con altre due variabili, ovvero la durata in anni del rapporto tra cliente e consulente oltre che la frequenza degli incontri.

Si analizzerà, infine, se qualche tratto di personalità catalogato nel modello Big Five possa essere determinante nella formazione del rapporto fiduciario.

Il grado di dispiacere dei clienti provato rispetto alla perdita del rapporto con il proprio consulente risulta sulla base delle risposte fornite ad una specifica domanda del questionario che, tramite un indicatore posto su di una scala che va da 1 a 10, dove 1 indica che il cliente non prova alcun dispiacere e 10, al contrario, indica un grande dispiacere alla sola idea di poter perdere questo rapporto, permette di rilevare tal dimensione.

Il dispiacere così rilevato viene usato come indicatore di fiducia, ed il legame che questo ha con la longevità del rapporto consulente cliente viene analizzata grazie al grafico seguente.

Grafico 19: Dispiacere al crescere dell'anzianità del rapporto cliente-consulente.



Fonte: autoprodotta

Si vede chiaramente come la retta di regressione abbia una pendenza leggermente positiva; ciò significa che al crescere dell'anzianità del rapporto che intercorre tra consulente e cliente, crescerà anche il dispiacere all'idea di perdita di questo tipo di rapporto.

Si vede quindi che la fiducia che il cliente prova per il proprio consulente risulta essere crescente con il passare del tempo, e questo è un risultato importante poi che conferma anche la correttezza di una forma di pensiero tanto semplice quanto intuitiva.

Sebbene l'inclinazione della retta di regressione non sia molto accentuata, si ritiene ugualmente che questo sia un risultato valido.

Passando ora, invece, ad analizzare il legame che intercorre tra il dispiacere riportato dai clienti e la frequenza degli incontri tra i due soggetti, si ottiene ancora una volta un risultato di rilievo.

Come accade nella situazione precedente, ovvero nella relazione che intercorre tra il dispiacere e la longevità del rapporto, anche per il legame che sussiste tra il dispiacere e la frequenza degli incontri si rileva la presenza di una relazione positiva tra queste due variabili: in particolare, il dispiacere (inteso come variabile dipendente) cresce al crescere della frequenza degli incontri (intesa questa come variabile indipendente).

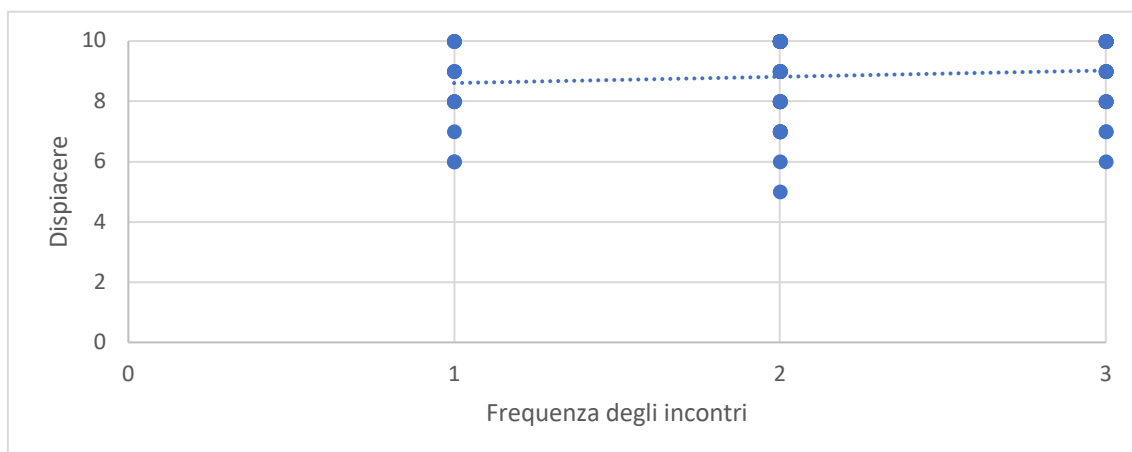
Per dovere di chiarezza, si evidenzia che la frequenza degli incontri è stata misurata sulla base della frequenza in corso d'anno che cliente e consulente hanno tenuto,

prendendo come riferimento la frequenza con cui si sono incontrati l'anno precedente

In ascissa, la cifra 1 rappresenta la risposta che il cliente ha incontrato il proprio consulente "meno frequentemente dell'anno precedente", il 2 significa che i due si sono incontrati "più o meno come l'anno precedente", mentre il 3 rappresenta il fatto che i due si sono incontrati "più spesso dell'anno precedente".

In più, poiché difficilmente deducibile dal grafico, si precisa che il numero di clienti presenti al valore di ascissa 1 ammonta a 14; coloro che hanno dato la risposta numero 2 sono 54 ed, infine, i clienti che hanno dato la risposta numero 3 ammontano a 21.

Grafico 20: Legame tra frequenza degli incontri e dispiacere rilevato dai clienti



Fonte: autoprodotta

Come evidenziato in precedenza, si nota che, anche in questo caso, la relazione esistente tra il dispiacere e la frequenza degli incontri (per quanto questa sia misurata in modo relativo e non assoluto) è di natura crescente, il che significa che la variabile dipendente (ossia il dispiacere) crescerà al crescere della variabile indipendente (frequenza degli incontri tra i due soggetti).

In conclusione, al presente paragrafo, si evidenzia che le due variabili rilevabili dalle domande del questionario, confermano la correttezza dell'intuitivo pensiero comune riguardo il processo di formazione della fiducia.

In parole più semplici, sia la longevità del rapporto che la frequenza degli incontri influiscono positivamente sul formarsi di un corretto rapporto fiduciario.

4.5.2) ANTICIPATED RECIPROCATION E NORM TO TRUST NEI 3 CONSULENTI

Sempre con riferimento al processo di formazione della fiducia tra cliente e consulente, si indaga ora su come determinati stili di consulenza possano impattare sulla formazione della dimensione di fiducia chiamata “Anticipated Reciprocation” e come possano, allo stesso modo, impattare sull'altra dimensione fiduciaria, chiamata “Norm to Trust”.

Queste dimensioni vengono qui indagate con riferimento ai dati riportati dai clienti per ogni consulente, quindi la situazione di C1, C2 e C3 verrà analizzata separatamente per ognuno di essi.

Questo tipo di ricerca è stato condotto in base alle risposte date dai clienti ad una specifica domanda presente nel questionario, la quale richiede ad essi di numerare in ordine di importanza i vari ruoli che essi attribuiscono al proprio consulente.

Sono stati riportati 6 possibili ruoli attribuibili al consulente ed essi possono essere equamente suddivisi in ruoli riconducibili alla dimensione della “Anticipated Reciprocation” oltre che alla dimensione della “Norm to Trust”.

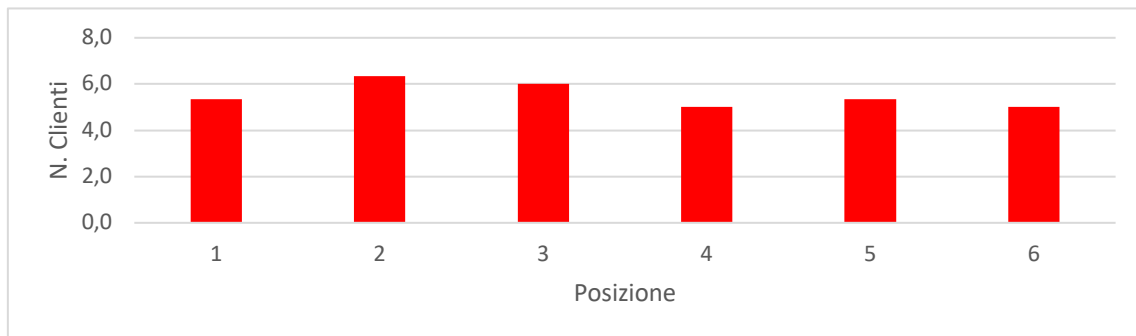
In particolare, le risposte numero 1, 3, e 5 sono state ricondotte alla “Anticipated Reciprocation”, mentre le restanti risposte 2, 4, e 6 sono state ricondotte alla “Norm to Trust”.

Le risposte date dai clienti sono state poi riunite sotto ciascuna categoria ed è stato ideato un coefficiente (espresso in termini percentuali) che misura il posizionamento dei ruoli del consulente più verso la dimensione della “Anticipated Reciprocation”, piuttosto che verso la dimensione della “Norm to Trust”.

Più nello specifico, si misura in termini percentuali quanto incidono nelle due dimensioni le medie dei tre posizionamenti dei clienti rispetto ai vari ruoli del consulente, ed un valore > 50% indica una preponderanza della dimensione che riporta tal valore. Il valore dell'altra dimensione si può ricavare tramite la formula $1 - x \%$, oltre che con lo stesso metodo con cui si è ricavato il primo valore.

Si analizza di seguito la posizione riferibile a C1.

Grafico 21: Posizionamenti ruoli di Anticipated Reciprocation di C1



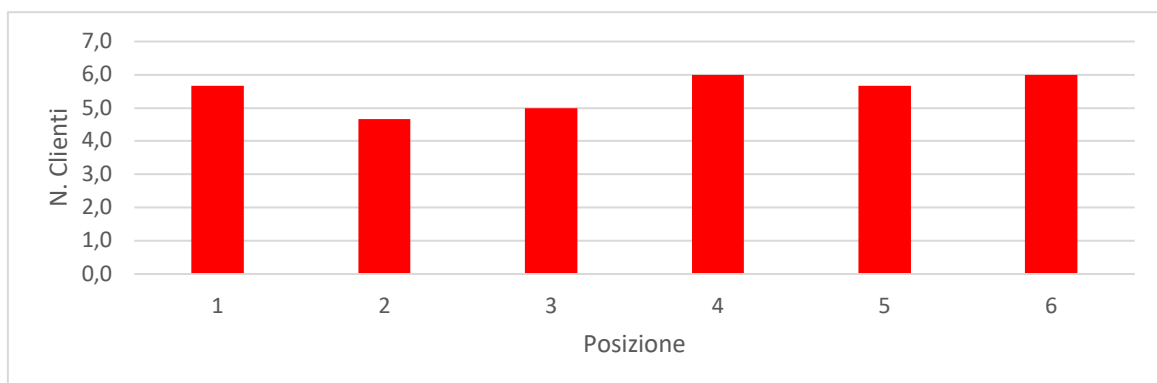
Fonte: autoprodotta

Il grafico riporta il numero medio di clienti che posizionano i ruoli risultanti dalle risposte relative all'Anticipated Reciprocation nei diversi posti, dal 1° posto al 6° posto.

Si vede che per C1 la media del numero di clienti che posiziona i ruoli riconducibili all'Anticipated Reciprocation nei primi tre posti rappresenta la maggioranza, e viene di conseguenza naturale dedurre che per C1 questa sia la dimensione preponderante.

Segue il grafico relativo alla Norm to Trust di C1.

Grafico 22: Posizionamenti ruoli di Norm to Trust di C1



Fonte: autoprodotta

Risulta anche qui che la maggior parte dei clienti attribuisce ai ruoli di C1 riconducibili alla Norm to Trust le ultime posizioni, decretando così che per egli la Anticipated Reciprocation prevale sulla Norm to Trust.

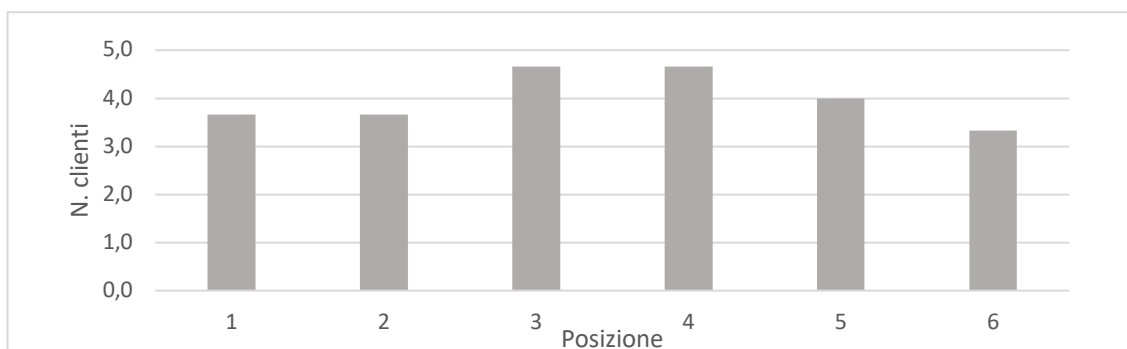
Il coefficiente relativo alla prima dimensione per C1 si attesta al 54% contro il 46% relativo alla seconda.

Il risultato della leggera preponderanza della Anticipated Reciprocation può spiegarsi grazie al fatto che C1, gestendo un portafoglio mediamente più alto rispetto ai suoi colleghi, permette ai suoi clienti di nutrire una maggior attenzione verso la componente materiale e remunerativa del rapporto che, in base ai dati, risulta essere per quest'ultimi imprescindibile.

Quindi, se C1 dovesse credere che la sua strategia vincente si basi su una dimensione più immateriale e relazionale, si metterebbe nella condizione di non applicare una strategia di consulenza in linea con le aspettative dei clienti.

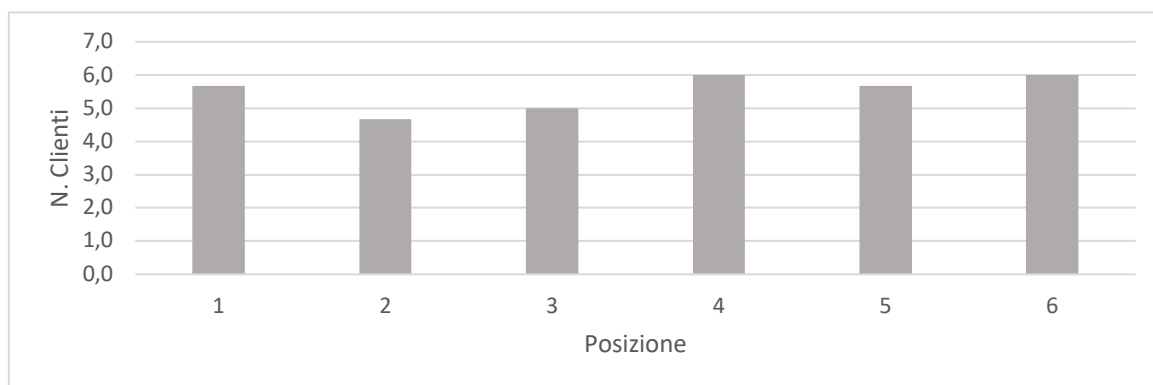
Con riferimento ai due consulenti successivi (C2 e C3) si ripeterà lo stesso tipo di analisi.

Grafico 23: Posizionamenti ruoli di Anticipated Reciprocation di C2



Fonte: autoprodotta

Grafico 24: Posizionamenti ruoli di Norm to Trust di C2



Fonte: autoprodotta

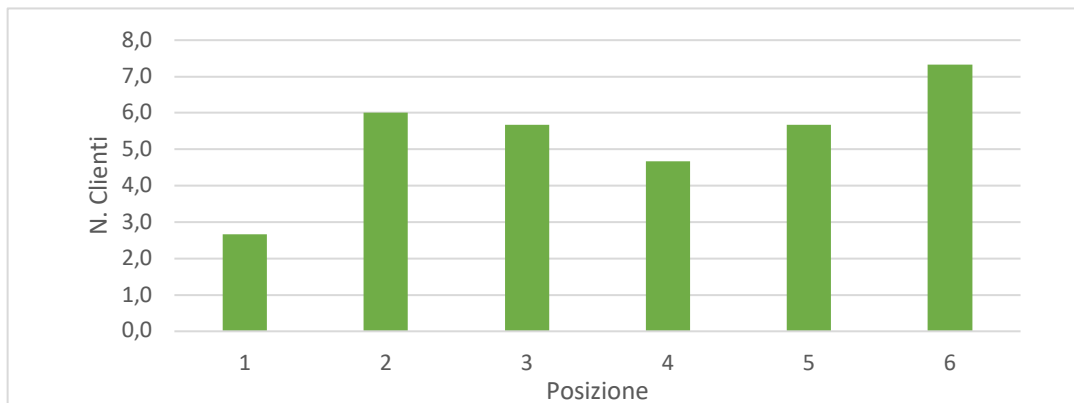
Con riferimento agli stessi criteri di analisi, nei grafici soprastanti sono riportati i posizionamenti dei ruoli di C2 che i clienti gli hanno attribuito, relativi all'Anticipated Reciprocation e alla Norm to Trust.

Ad un primo impatto visivo i posizionamenti sembrano essere quasi simmetrici rispetto ad un asse immaginario che divide le prime tre posizioni dalle ultime tre, e questo accade in entrambi i grafici, anche se nel primo questa ipotetica simmetria risulta più evidente.

La risposta oggettiva sta però nell'uso del coefficiente, che rileva l'Anticipated Reciprocation essere presente al 50%, esattamente come accade alla Norm to Trust. Ciò significa che le due dimensioni per i clienti di C2 sono ugualmente importanti, e ciò non sembra trovare una spiegazione oggettiva con riferimento alla dimensione di portafoglio medio gestito o allo stile di consulenza che C2 può adottare; non vi sono infatti particolari evidenze che rimandano alla preponderanza di uno stile di consulenza particolare, e tal fatto lascia spazio ad ulteriori riflessioni.

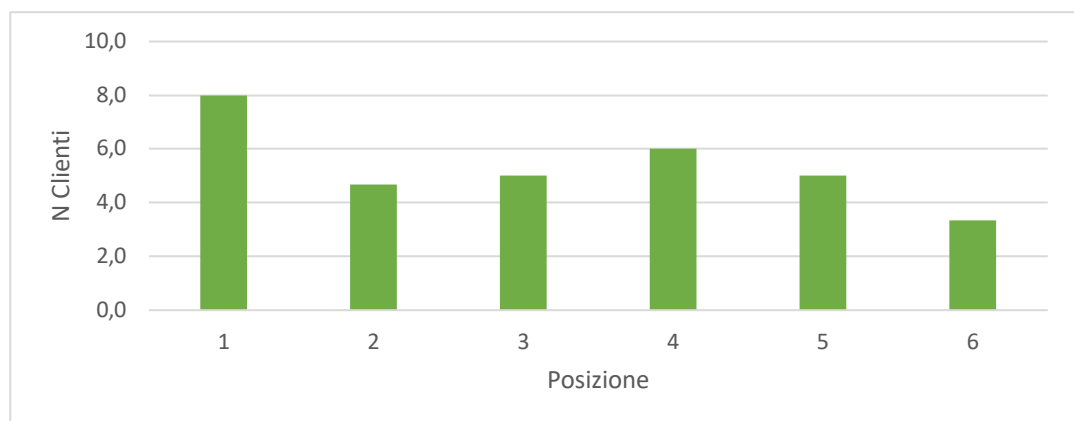
Infine, con riferimento a C3, come accaduto per i due consulenti precedenti si analizza la preponderanza di una dimensione rispetto all'altra.

Grafico 25: Posizionamenti ruoli di Anticipated Reciprocation di C3



Fonte: autoprodotta

Grafico 26: Posizionamenti ruoli di Norm to Trust di C3



Fonte: autoprodotta

Per C3 è facile rilevare, anche visivamente, la preponderanza della dimensione Norm to Trust rispetto all'Anticipated Reciprocation; si rileva quest'ultima posizionarsi con maggior frequenza agli ultimi 3 posti mentre la prima si posiziona, per contro, con maggior frequenza ai primi 3 posti.

Questo risultato è confermato dall'uso del coefficiente che, in relazione alla Anticipated reciprocation ammonta al 45%, mentre con riferimento alla Norm to Trust ammonta al 55%.

In C3 si rileva quindi una posizione opposta a quella che rileva C1, ed a ciò seguono anche considerazioni contrarie rispetto a quelle svolte per quest'ultimo.

Per C3 risulta ragionevole attribuire la preponderanza della Norm to Trust ad un ammontare medio di portafoglio gestito per ciascun cliente decisamente inferiore a quello di C1 (per quanto l'ammontare gestito da C3 non sia affatto irrilevante), e con tutta probabilità segue il fatto che i clienti di C3 risulteranno meno esigenti sul piano materiale della relazione che li lega.

Di conseguenza per C3, lo sviluppo della dimensione Norm to Trust risulta la strada più ragionevole da perseguire ai fini della costruzione di un corretto rapporto fiduciario, oltre che al fine di rendere possibile un matching tra la percezione dei propri clienti e lo stile di consulenza adottato.

Riassumendo, quindi, per C1 vi è una leggera preponderanza della dimensione chiamata Anticipated Reciprocation (che rispecchia la materialità del rapporto consulente cliente) rispetto alla dimensione Norm to Trust (di natura invece più immateriale), e ciò è attribuibile anche all'ammontare di portafoglio medio gestito; per C3 si rileva una dimensione sostanzialmente opposta a quella di C1, alla quale seguono considerazioni opposte a quelle svolte per quest'ultimo; infine, con riferimento a C2 si rileva una situazione neutra, che risulta essere una sorta di ibrido tra le precedenti, e non si sono peraltro individuate delle motivazioni oggettive attribuibili a tal risultato. Per quest'ultimo vi è spazio per ulteriori considerazioni, che potranno rendere più chiari i rapporti tra le diverse variabili in gioco in relazione al formarsi di queste due dimensioni del rapporto fiduciario.

4.5.3) TRATTI DELLA PERSONALITÀ DETERMINANTI PER LO SVILUPPO DELLA FIDUCIA

Si ritiene ora interessante analizzare se esiste una relazione tra il driver di fiducia utilizzato in precedenza, ovvero il dispiacere che un cliente proverebbe alla perdita del rapporto con il proprio consulente, con dei determinati tratti di personalità che possono essere parte integrante del proprio profilo caratteriale.

Gli ipotetici tratti di personalità sono stati richiesti ai clienti tramite un'apposita domanda presente all'interno del questionario: trattasi di un'autovalutazione poiché viene chiesto al cliente stesso di riportare dei tratti caratterizzanti la propria

personalità, bensì non viene chiesto ad altre persone di valutare la personalità dei clienti oggetto di ricerca.

Questa domanda, nello specifico, richiede al cliente di dare una valutazione tramite una scala che va da 1 (completamente in disaccordo) a 7 (completamente d'accordo) ad una decina di tratti caratteriali derivanti dal modello TIPI (Ten-Item Personality Inventory) (Gosling, Renfro & Swann, 2003) [50].

Anche in questo caso si svolgerà l'analisi con riferimento all'intero campione di clienti, campione che si riduce anche in questo caso ad 89 osservazioni poiché uno dei 90 clienti non ha completato la parte del questionario relativa ai Big Five.

La scala che è stata usata per la traduzione dei risultati in valori aggregati più utili ai fini della ricerca è sempre quella relativa allo stesso modello TIPI (Ten-Item Personality Inventory) (Gosling, Renfro & Swann, 2003) [15] utilizzato per la determinazione dei tratti caratteriali.

Questo modello permette di ricondurre a 5 dimensioni della personalità i dieci tratti caratteriali secondo una scala appositamente utilizzata, e questo metodo di ricerca si addice particolarmente allo stile di ricerca qui adottato poiché mantiene un alto grado di affidabilità, essendo il TIPI un modello adatto alla somministrazione di questionari brevi e non eccessivamente impegnativi.

Le 5 dimensioni di personalità che il modello Big Five (McCrae, Costa, 1992) [32] raggruppa, con maggior precisione, sono:

- Estroversione;
- Amicalità;
- Coscienziosità;
- Stabilità emotiva;
- Apertura a nuove esperienze.

I risultati derivanti dalla somministrazione del modello TIPI sono stati raggruppati secondo questa classificazione, al che i valori risultanti sulla base del modello Big Five sono stati ulteriormente elaborati ed è stata infine fatta la media dei valori risultanti per i 5 tratti con riferimento all'intero campione.

I valori così ottenuti sono confrontabili con dei valori standard derivanti dal modello, che permettono di determinare il grado di presenza di ogni determinato tratto di personalità con riferimento all'intero campione di clienti.

Per uno solo dei tratti di personalità (Coscienziosità) si è rilevata una presenza medio-alta nel campione, a differenza di tutti i tratti di personalità restanti, per i quali si rileva una presenza medio-bassa, se non addirittura bassa.

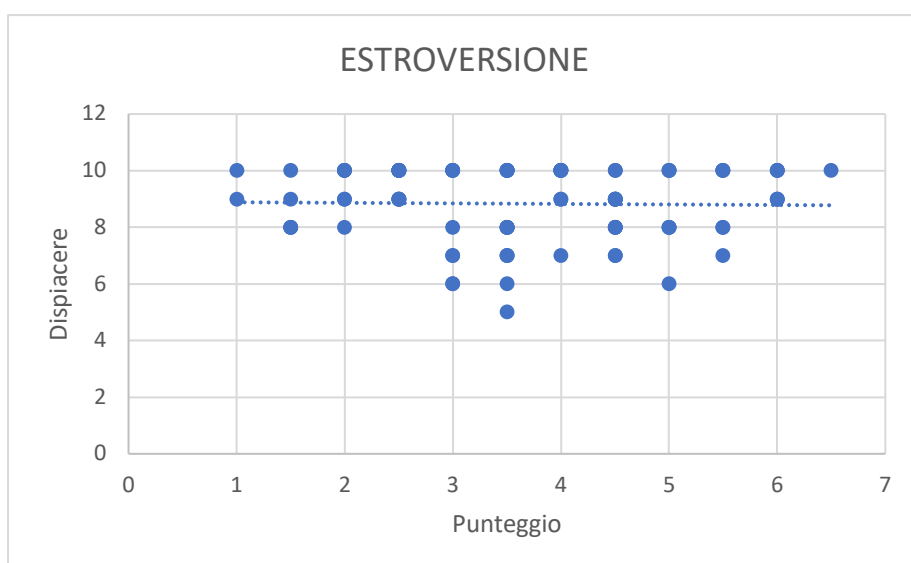
Un alto livello di Coscienziosità si rileva in relazione ad un'alta presenza di precisi tratti caratteriali (affidabile, auto-disciplinata) e contemporaneamente alla bassa presenza di altri tratti caratteriali (disorganizzata, distratta).

In estrema sintesi, il campione considerato sembra essere composto da persone che si ritengono affidabili ed autodisciplinate, oltre che poco disorganizzate e distratte. Se questo risultato dovesse essere in qualche modo correlato all'indicatore di fiducia preso in esame, si potrebbe giungere a confermare la visione di Pelligra secondo cui l'affidabilità crea fiducia e la fiducia crea affidabilità, confermando quindi la visione presente in letteratura secondo cui queste due dimensioni sono strettamente legate, quasi ad essere inscindibili.

Si passa ora ad analizzare la relazione esistente tra i vari tratti di personalità ed il driver di fiducia, ovvero il dispiacere.

Nei grafici seguenti si intenderà il tratto di personalità indicato nel grafico come variabile indipendente, e verrà messo in relazione al dispiacere, che rappresenterà sempre la variabile dipendente.

Grafico 27: Relazione tra dispiacere ed Estroversione



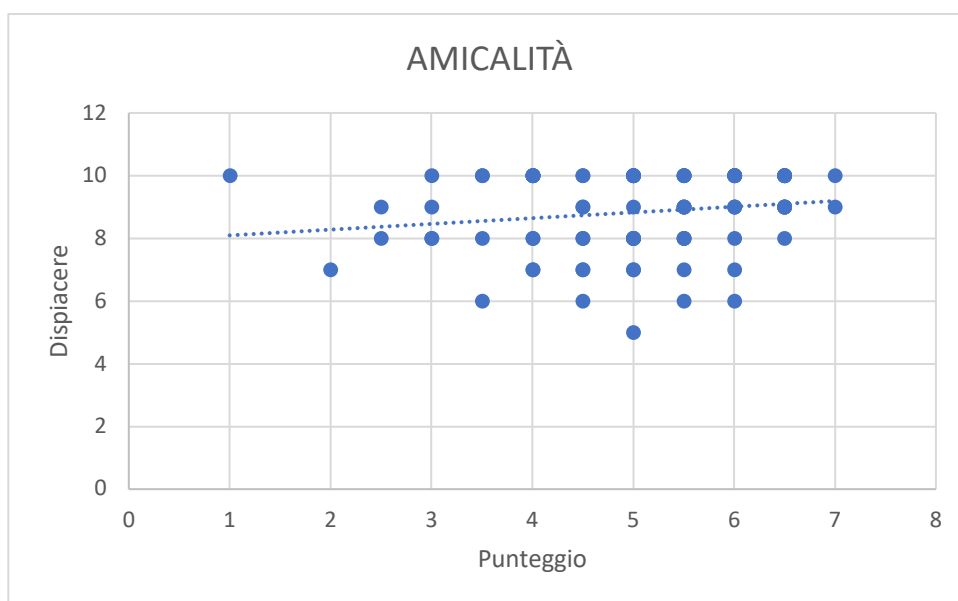
Fonte: autoprodotta

Per quanto riguarda il tratto di personalità “Estroversione” non si rileva un legame significativo con il driver di fiducia preso in esame.

Ciò si nota anche in funzione della retta di regressione relativa alle osservazioni espresse nel grafico: la sua pendenza sembra difatti essere nulla, non rappresentando così nessun tipo di legame, crescente o decrescente, tra il grado di estroversione che riportano i clienti e l’inclinazione di questi a fidarsi del proprio consulente.

Ciò è comunque confermato anche dalla correlazione tra i dati riportati, che risulta essere pari a $-0,02$, dato questo che ritrae una correlazione negativa irrilevante ed anche ciò permette di affermare che questi dati sono incorrelati.

Grafico 28: Relazione tra dispiacere ed Amicalità



Fonte: autoprodotta

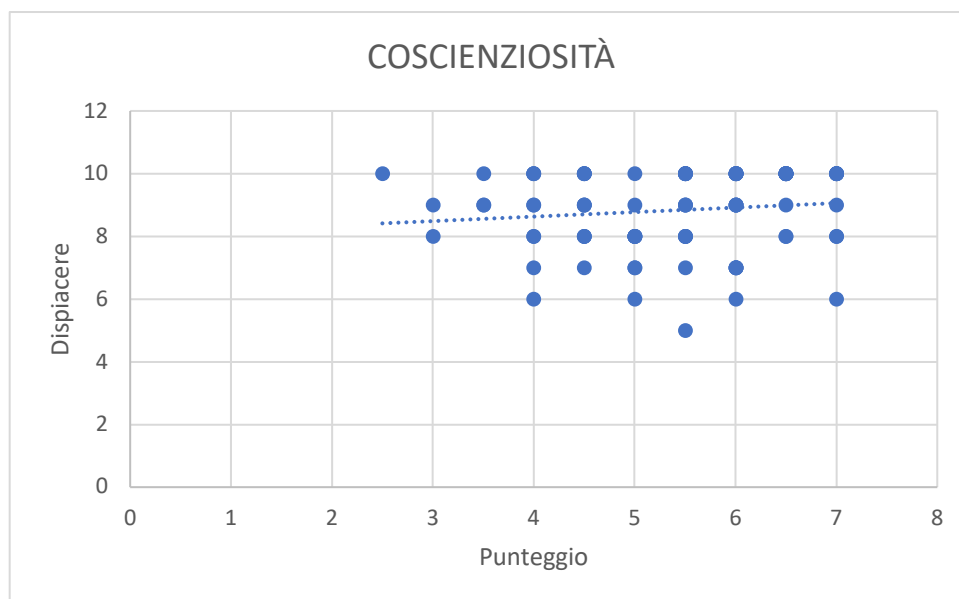
Con riferimento ora al tratto di personalità “Amicalità” la retta di regressione relativa ai dati presentati nel grafico permette di stabilire, quantomeno visivamente, una relazione crescente tra la variabile indipendente e la variabile dipendente: in parole più semplici, ciò significa che sembra esserci una relazione positiva tra il

grado di amicalità che i clienti sentono di possedere e l'inclinazione a sviluppare un sentimento di fiducia verso il proprio consulente.

Ponendo ora l'attenzione verso la correlazione che lega i dati presentati, si può affermare che essa, ammontando a 0,173 , conferma il risultato appena tratto: essa permette di affermare che vi sia un legame positivo tra la variabile indipendente e la variabile dipendente e, più precisamente, al crescere della prima crescerà anche la seconda; vale anche la relazione contraria ovvero, al decrescere della prima decrescerà anche la seconda.

Sebbene i clienti che compongono il campione oggetto di ricerca non riportino un grado di amicalità particolarmente alto, ciò non vieta di prendere un'adeguata visione del legame esistente tra la variabile indipendente e la variabile dipendente.

Grafico 29: Relazione tra dispiacere e Coscienziosità



Fonte: autoprodotta

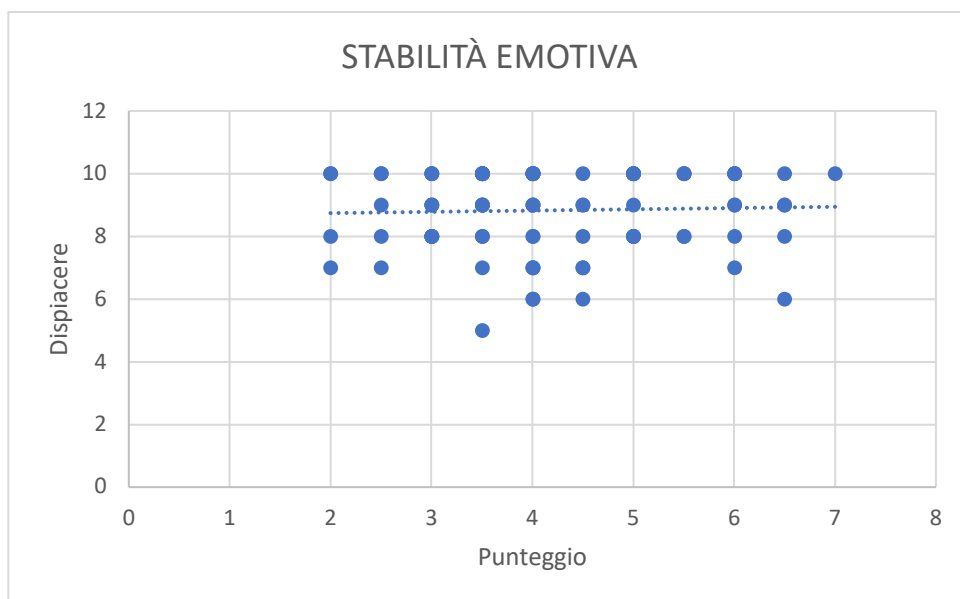
Quanto ora al tratto di personalità "Coscienziosità", il grafico permette di prendere conoscenza attraverso la retta di regressione, come accade per "Amicalità", dell'esistenza di un leggero legame positivo tra questo tratto di personalità e il grado di fiducia che il cliente sente di aver sviluppato verso il proprio consulente finanziario.

Anche la correlazione tra i dati presentati permette di confermare la conclusione appena tratta: essa ammonta, difatti, a 0,12.

Per quanto si tratti di un grado di correlazione basso se considerato in termini assoluti, in termini relativi (e quindi se confrontato con i gradi di correlazione precedentemente presentati), esso rappresenta un risultato di rilievo che permette quantomeno di intuire l'esistenza di una relazione positiva tra la variabile indipendente e la variabile dipendente.

Come affermato in precedenza, trattasi di un risultato importante poiché "Coscientosità" è un tratto di personalità particolarmente legato alla dimensione dell'affidabilità, e ciò permette di confermare ancora una volta come lo sviluppo della fiducia e la percezione di affidabilità siano due dimensioni che si muovono di pari passo.

Grafico 30: Relazione tra dispiacere e Stabilità emotiva

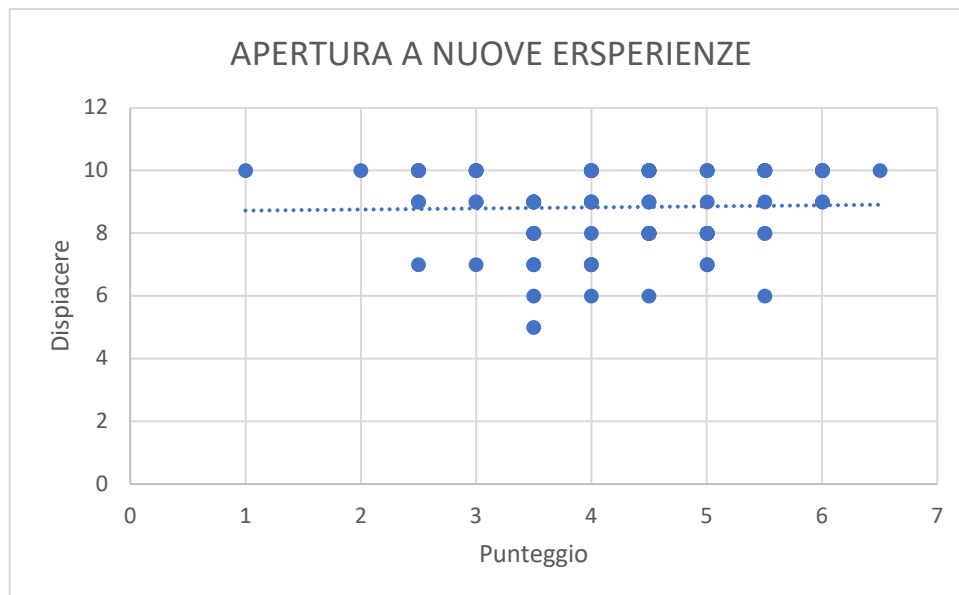


Fonte: autoprodotta

Per quanto riguarda il tratto di personalità "Stabilità emotiva", la retta di regressione non consente di visualizzare una netta relazione crescente o decrescente tra la variabile indipendente e la variabile dipendente; essa sembra essere leggermente crescente, ma ciò avviene con un livello di evidenza decisamente minore agli ultimi due tratti di personalità esaminati.

La correlazione tra la variabile indipendente e la variabile dipendente ammonta in questo caso a 0,04 , collocandosi quindi in terreno positivo e presentando però, al contempo, un valore assoluto trascurabile, tale da permettere di affermare che le due variabili sono incorrelate.

Grafico 31: Relazione tra dispiacere e Apertura a nuove esperienze



Fonte: autoprodotta

Infine, anche con riferimento al tratto di personalità “Apertura a nuove esperienze”, la retta di regressione non permette di visualizzare né una relazione crescente né tantomeno una relazione decrescente tra la presenza di questo tratto di personalità e il grado di fiducia che i clienti hanno sviluppato verso il proprio consulente.

Per di più, anche in questo caso il valore della correlazione tra i dati presentati si attesta a 0,03, collocandosi quindi in territorio positivo ma presentando un valore assoluto che permette di affermare l'assenza di correlazione tra la variabile indipendente e la variabile dipendente.

In sintesi, al pari di quanto accade per i tratti di personalità “Estroversione” e “Stabilità emotiva”, non si rileva la presenza di un legame tra il tratto di personalità preso in analisi e lo sviluppo del sentimento di fiducia.

CONCLUSIONI

La stesura del presente elaborato è stata svolta con la finalità di proporre al lettore una panoramica sull'evoluzione che ha interessato il mondo della consulenza finanziaria, ponendo particolare attenzione al tema del rapporto fiduciario tra cliente e consulente.

In particolare, nel primo capitolo si è fatta un'analisi della legislazione vigente sull'attività di consulenza finanziaria partendo da alcune definizioni rilevanti quali quella di “servizi e attività di investimento” o quella di “soggetti”, per giungere successivamente ad un inquadramento legislativo più preciso della figura del consulente finanziario, senza tralasciare l'analisi di altri argomenti importanti quali i principi con cui devono operare i vari soggetti abilitati, il targeting o i flussi informativi che intercorrono tra i vari soggetti e il cliente.

Ci si è poi soffermati ad analizzare le diverse tipologie di consulenza (consulenza autonoma, consulenza svolta tramite apposite società o consulenza svolta fuori sede) oltre alle relative modalità di svolgimento del servizio.

Tutto ciò è stato svolto tramite un'analisi congiunta della fonte normativa domestica (Testo Unico della Finanza, TUF) e della fonte normativa di natura europea (Market in Financial Instruments Directive II, MiFID II), il che ha permesso di constatare come la fonte domestica abbia recepito con successo la fonte europea.

In chiusura del primo capitolo, si sono poi trattati temi quali la product governance, la product intervention e il passaggio dalla logica di prodotto alla logica di servizio, sottolineando come l'avvento della MiFID II si sia rivelato essere una “tempesta perfetta” per il settore della consulenza finanziaria. Infine, per mettere in luce l'importanza della finanza comportamentale, sono state evidenziate alcune potenziali inefficienze presenti nei questionari di profilatura del rischio che vengono tuttora utilizzati dai consulenti.

Nel secondo capitolo si è cercato di definire la fiducia nonostante la sua variegata natura e si è cercato poi di individuare dei metodi validi ed accettati per la sua misurazione: sono stati descritti il Trust Game e il Financial Trust Index (FTI) nel loro funzionamento e nella loro corretta interpretazione.

Si è poi approfondito il ruolo del consulente finanziario come “money doctor”, per introdurre successivamente il tema del processo di formazione della fiducia che

viene analizzato tramite l'introduzione di due dimensioni dette "Anticipated Reciprocation" e "Norm to Trust", dove la prima dimensione descrive una funzione più materiale, di scambio economico vantaggioso, mentre la seconda descrive un ruolo più immateriale, fondato sulla considerazione della fiducia come un sentimento basato su ciò che è eticamente giusto e buono. Il processo di formazione della fiducia viene analizzato con riferimento a diversi tipi di consulente per capire come possa variare l'incidenza di queste due dimensioni sul formarsi di un corretto rapporto fiduciario, e per capire quindi se vi siano delle sostanziali differenze a seconda del tipo di consulente con cui ci si rapporta. Si è evidenziato come la Norm to Trust sia una variabile comune a tutte le figure di consulenza analizzate, e ciò permette di affermarne l'importanza in questo processo.

Nonostante questo, l'analisi è proseguita esaminando i costi del servizio di consulenza e i potenziali comportamenti disfunzionali che i consulenti possono assumere a causa delle commissioni, e si è comunque mostrato come il consulente non possa prescindere dalla coltivazione dell'aspetto materiale del rapporto con il proprio cliente, nonostante esso passi spesso in secondo piano.

Si è analizzato successivamente il tema del Communication Game, tale per cui i consulenti tenderanno a fornire minori informazioni a coloro che hanno un minor grado di cultura finanziaria, risultando così meno utili proprio a chi ne avrebbe più bisogno.

Il secondo capitolo si conclude proponendo la visione della fiducia come bene comune e mettendo in luce come, nelle professioni in cui il valore aggiunto è di natura immateriale, il tradimento della fiducia risulti essere estremamente dannoso e costoso.

Il terzo capitolo si apre con una descrizione della finanza classica a mezzo di una breve presentazione delle ipotesi e dei vari modelli che la caratterizzano, insieme ai maggiori risultati che questa ha raggiunto, evidenziando altresì che questa materia non è stata esente da critiche. Questo capitolo prosegue poi con un'introduzione alla finanza comportamentale, dove si sostiene che una lettura dei fenomeni finanziari che riesca a unire l'interpretazione della finanza classica arricchita grazie al contributo comportamentale sia il giusto modo di procedere per la spiegazione degli stessi.

È stata fatta poi una descrizione delle tre euristiche e dei bias più frequenti per evidenziare come e quanto essi possano impattare sulle scelte di investimento dei singoli individui. In chiusura di questo capitolo si è fatta una panoramica sull'educazione e sull'alfabetizzazione finanziaria, nonché sulle sinergie che queste possono avere con la consulenza. Il tema dell'educazione e dell'alfabetizzazione finanziaria stanno manifestando sempre più la propria rilevanza nel contesto sociale, tanto che risulta essere sempre più significativo il ruolo di educatore che spesso viene attribuito al consulente finanziario. Un buon livello di preparazione sui temi finanziari, difatti, può aiutare le persone ad interfacciarsi con questo mondo ed i c.d. "costi di comprensione del prodotto" risulteranno essere inversamente proporzionali al proprio livello di preparazione.

Infine, il quarto capitolo è stato sviluppato con l'intenzione di portare delle prove empiriche a sostegno di alcune tesi sostenute all'interno della trattazione.

La ricerca è stata svolta grazie alla collaborazione di un istituto bancario presente nel territorio veneziano che ha concesso di somministrare un questionario ad alcuni dei propri clienti oltre ad aver ceduto alcuni dati relativi agli stessi (garantendo sempre e comunque il totale anonimato); il questionario è stato somministrato ai clienti per mezzo di tre consulenti che si sono resi disponibili a collaborare per lo svolgimento della ricerca.

Dopo aver svolto delle statistiche descrittive sulle generalità dei partecipanti, che hanno permesso di prendere maggiore conoscenza sulle caratteristiche del campione considerato, si sono svolte delle indagini in merito alla financial literacy. Da queste è emerso che, con riferimento all'intero campione, vi è una correlazione positiva tra il valore di portafoglio del cliente e il livello di alfabetizzazione finanziaria che questi riportano, permettendo così di stabilire un legame tra le due variabili.

Con riferimento ai singoli tre consulenti invece i risultati sono contrastanti: difatti, non si è rilevata una relazione costante né con riferimento allo stesso tipo di analisi svolto per l'intero campione né con riferimento al ruolo di educatore finanziario che il consulente pensa di ricoprire. Sempre in tema di financial literacy, è emersa invece una relazione positiva tra il grado di preparazione finanziaria dei clienti e il titolo di studio da loro conseguito, in accordo a ciò che rileva Banca d'Italia.

Si è svolta poi un'indagine con riferimento al tema del conflitto di interesse, dalla quale, però, non sono emersi dei risultati concordanti con l'attenzione che è rivolta a questo tema sia dalla letteratura che dalla normativa. È risultato, difatti, che per il campione considerato il tema del conflitto di interesse risulta avere una scarsa importanza, ma questo è giustificabile in virtù del fatto che l'analisi si è svolta su dei clienti di consulenti abilitati all'offerta fuori sede.

È stata poi verificata l'esistenza di una relazione positiva tra il grado di fiducia che i clienti riportano verso il proprio consulente e due variabili, ovvero l'anzianità del rapporto cliente-consulente e la frequenza degli incontri. Tale analisi è stata sviluppata al fine di confermare la correttezza di due forme pensiero intuitive relativamente ad alcune determinanti del rapporto fiduciario.

Si è svolta poi un'analisi relativamente alle due dimensioni "Anticipated Reciprocation" e "Norm to Trust" per misurare, in relazione al singolo consulente, la prevalenza di una dimensione sull'altra oltre che al fine di individuare per ogni consulente quale sia l'impostazione migliore del rapporto secondo la percezione dei propri clienti.

Infine, il quarto capitolo si conclude con un'analisi di alcuni tratti della personalità che possono risultare determinanti ai fini dell'impostazione di un corretto rapporto fiduciario. I tratti in questione sono stati individuati con riferimento alla classificazione riportata nel modello "Big Five", e i relativi dati sono stati reperiti sulla base di un'autovalutazione richiesta a ciascun cliente. Da quest'ultima impostazione della ricerca è emerso che i tratti della personalità noti come "Amicalità" e "Coscienziosità" riportano una correlazione positiva con il grado di fiducia che i clienti sentono di provare nei confronti del proprio consulente; quanto invece ai restanti tratti individuati dal modello "Big Five", non si è rilevata alcuna correlazione significativa.

In conclusione, l'analisi empirica ha permesso di individuare un insieme di variabili che possono risultare propedeutiche e determinanti per il corretto sviluppo del rapporto tra il consulente finanziario e i propri clienti. L'analisi ha anche evidenziato come all'interno dello stesso istituto bancario convivano diversi "stili" di consulenza che possono essere studiati più da vicino da parte della banca per verificare quale tra questi (più basato su aspetti di risultato oppure più centrato su aspetti relazionali) aiuti la fidelizzazione e la soddisfazione dei clienti.

BIBLIOGRAFIA

- Baier (1986), *Trust and Antitrust*, The University of Chicago Press. [1]
- Baker, Filbeck, Ricciardi (2019), *The Psychology of financial Professionals and their clients*, Investment & Wealth Monitor, Investment & Wealth Institute [2]
- Baker, Ricciardi (2015), *Understanding Behavioral Aspects of Financial Planning and Investing*, Journal of Financial Planning [3]
- Calcagno, Giofrè, Urzi-Brancati (2017) *To trust is good, but to control is better: How investors discipline financial advisors' activity*, Journal of Economic Behavior & Organization [4]
- Calcagno, Monticone (2015), *Financial literacy and the demand for financial advice*, Journal of Banking & Finance. [5]
- Cervellati (2012), *Finanza comportamentale e investimenti*, McGraw-Hill Education S.r.l., Milano. [6]
- Cruciani, Gardenal, Rigoni (2018) *Dinamiche di fiducia nella consulenza finanziaria: un'analisi empirica*, Università Ca' Foscari di Venezia [7]
- Cruciani, Gardenal, Rigoni (2021), *Trust-formation processes in financial advisors: A structural equation model*, The Quarterly Review of Economics and Finance, Università Ca' Foscari di Venezia. [8]
- D. Lgs. n. 58/1998, *TUF* (Testo Unico della Finanza) [9]
- Delibera CONSOB n. 20307/2018, *Regolamento Intermediari* [10]

- Direttiva 2014/65/UE, *MIFID II* (Market in Financial Instruments Directive II) [11]
- Figoli (2019) *Evolving Advisory. Alla scoperta di nuovi modelli di business e soft skill efficaci per diventare un consulente finanziario e patrimoniale 4.0*, Professione Finanza in partnership con Amundi asset management. [12]
- Gambetta (2000) *Can we trust trust?*, in (D. Gambetta, ed.), *Trust: Making and Breaking Cooperative Relations*, University of Oxford [13]
- Gennaioli, Shleifer, Vishny (2015), *Money Doctors*, *The Journal of Finance* [14]
- Gosling, Renfro & Swann (2003), *A Very Brief Measure of the Big Five Personality Domains*, *Journal of Research in Personality*. [15]
- Krausz, Paroush (2001), *“Financial advising in the presence of conflict of interests”*, *Journal of Economics and Business*. [16]
- Neocogita srl (2017), *Bias cognitivi e processi decisionali*. [17]
- Pelligra (2007), *Rispondenza fiduciaria: principi e implicazioni per la progettazione istituzionale*, Il Mulino S.p.A. [18]
- Pelligra (2009), *Fiducia e produttività: sulla natura relazionale dell'agire economico*. [19]
- Shefrin, Statman (2000), *Behavioral Portfolio Theory*, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Washington. [20]
- Torrente, Schlesinger (2015), *Manuale di diritto privato*, Giuffrè Editore S.p.A. [21]

- Zingales (2008) *"The role of trust in the 2008 financial crisis"*, Springer Science. [22]

SITOGRAFIA

- <http://www.financialtrustindex.org/about.htm> [23]
- <http://www.financialtrustindex.org/resultswave28.htm> [24]
- <http://www.quellocheconta.gov.it/it/pdf/news/Raccomandazione-OCSE-Finlit-ITA-2.pdf> [25]
- <https://blog.moneyfarm.com/it/guide/finanza-comportamentale/mental-accounting-perche-spendi-subito-guadagni-inaspettati/> [26]
- <https://grafici.altervista.org/spesa-pubblica-per-settore-dimpiego-in-italia-e-altri-paesi/> [27]
- [https://it.wikipedia.org/wiki/Capitale_sociale_\(sociologia\)](https://it.wikipedia.org/wiki/Capitale_sociale_(sociologia)) [28]
- https://it.wikipedia.org/wiki/Euristica_della_disponibilit%C3%A0 [29]
- <https://it.wikipedia.org/wiki/Fiducia> [30]
- https://it.wikipedia.org/wiki/Mental_accounting [31]
- <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-6494.1992.tb00970.x> [32]
- <https://www.adviseonly.com/capire-la-finanza/finanza-personale/overconfidence-perche-sentirsi-invincibili-e-un-rischio-quando-si-investe/> [33]
- https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0588/QEF_588_20.pdf [34]

- https://www.bankpedia.org/index_voce.php?lingua=it&i_id=99&i_alias=e&c_id=24091-educazione-finanziaria [35]
- <https://www.bluerating.com/mercati/122917/disposition-effect-unanomalia-nella-finanza-comportamentale> [36]
- <https://www.economicomportamentale.it/2017/07/27/cosa-sono-i-bias-cognitivi/> [37]
- <https://www.focusrisparmio.com/news/carnevale-maffe-sda-bocconi-mifid-ii-alle-porte-per-consulenti-e-gestori-lopportunita-piu-grande> [38]
- <https://www.focusrisparmio.com/news/mifid-ii-al-via-ecco-cosa-cambia-mini-guida-per-consulenti-e-gestori> [39]
- <https://www.gruppolen.it/il-significato-di-fiducia-nella-psicologia-sociale/>[40]
- <https://www.hce.university/blog/bias-cognitivi-overconfidence-bias/> [41]
- https://www.ilsole24ore.com/art/la-fiducia-e-bene-comune-ACgynJL?refresh_ce=1 [42]
- <https://www.ilsole24ore.com/art/mifid-2-AEuFUFaD> [43]
- <https://www.milanopsicologo.it/la-paura-di-amare/> [44]
- <https://www.milanopsicologo.it/training-psicologico/> [45]

- https://www.primacassafvg.it/media/6720/allegato-1_mifid-2_questionario-pf_ccb_.pdf [46]
- <https://www.rentalblog.it/gli-errori-cognitivi-leffetto-ancoraggio/> [47]
- <https://www.solofinanza.it/19022018/questionari-mifid-qual-la-differenza-appropriatezza-adequatezza/15881> [48]
- <https://www.teleborsa.it/Top-Mind/2015/05/21/la-legge-della-rovina-statistica-1.html#.YW2YKy8QNhE> [49]
- https://www.treccani.it/enciclopedia/la-fiducia-in-italia_%28L%27Italia-e-le-sue-Regioni%29/ [50]

RINGRAZIAMENTI

Un particolare ringraziamento va alla Prof.ssa Gloria Gardenal per la disponibilità dimostrata nei miei confronti.

Collaborando alla stesura di questo elaborato, ha contribuito in modo determinante al mio avvicinamento al mondo della consulenza finanziaria oltre che all'acquisizione di conoscenze che risulteranno distintive nel prossimo futuro.

Voglio poi ringraziare tutte le persone che mi sono state vicine nella stesura di questo lavoro di tesi e in tutto il percorso di studi, a partire dalla mia famiglia che mi ha fornito un sincero e solido sostegno nei momenti più complicati, fino ai miei amici, con i quali condivido indelebili ricordi.