



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale

In Management

Amministrazione, Finanza e controllo

Tesi di Laurea

Il ruolo della donna nella consulenza finanziaria

Relatore:

Ch.ma. Prof.ssa Cruciani Caterina

Laureanda:

Fabris Valentina

Matricola 874995

Anno Accademico

2023/2024

Indice

INTRODUZIONE	5
1. I servizi finanziari e la normativa	7
1.1 Introduzione.....	7
1.2 L'evoluzione normativa	8
1.3 I servizi d'investimento.....	15
1.4 I rischi dell'investimento.....	17
1.5 L'influenza dei bias cognitivi negli investimenti.....	19
1.6 La tolleranza al rischio degli investitori.....	23
1.7 La fiducia dell'investitore.....	27
2. Le caratteristiche degli investitori	31
2.1 Introduzione.....	31
2.2 La catalogazione della clientela	32
2.3 La tutela dell'investitore.....	35
2.4 La profilatura della clientela	37
2.5 Il ruolo del consulente finanziario.....	42
2.6 La funzione del consulente come educatore finanziario.....	47
2.7 L'importanza dell'educazione finanziaria.....	50
3. Il ruolo della donna nei servizi finanziari	57
3.1 Introduzione.....	57
3.2 I pregiudizi di genere.....	57
3.3 Il gender gap in alfabetizzazione finanziaria.....	60
3.4 Differenze di genere nel comportamento e nelle strategie finanziarie.....	64
3.5 Differenze di genere nella consulenza finanziaria.....	69
4. Analisi empirica	74
4.1 Introduzione.....	74
4.2 La costruzione del questionario e la raccolta dei dati.....	74
4.3 Ipotesi di ricerca e analisi dei dati	76
4.4 Analisi dei dati demografici.....	77
4.5 Analisi dati sulla financial literacy.....	85
4.6 Analisi bias cognitivi	88

4.7	Analisi dei Big Five.....	96
4.8	Analisi storia del portafoglio.....	99
4.9	Analisi fiducia.....	107
4.10	Test univariati di relazioni tra le variabili.....	108
4.11	Considerazioni finali	120
CONCLUSIONE		123
APPENDICE.....		126
INDICE DELLE FIGURE.....		136
INDICE DELLE TABELLE.....		139
BIBLIOGRAFIA		142
SITOGRAFIA.....		147

INTRODUZIONE

La consulenza finanziaria si basa principalmente sull'assistere e comprendere le esigenze patrimoniali del cliente e per fare ciò il consulente finanziario deve elaborare delle strategie di investimento che siano in linea con l'avversione al rischio dell'investitore. Questa disciplina è regolamentata da una serie di leggi e direttive emanate dai vari enti, come Consob, Banca d'Italia e il ministero dell'economia e delle finanze. Le direttive maggiormente conosciute sono la MiFID I e MiFID II che, come principali scopi, hanno quello di tutelare gli investitori, garantire l'integrità del mercato e raggiungere l'efficienza dei mercati in modo tale da garantire un costo dei servizi inferiore.

Pur volendo garantire la piena tutela degli investitori, non mancano le occasioni di differenze di genere. Queste differenze possono svilupparsi sia a livello lavorativo, analizzando il ruolo delle donne come consulenti finanziarie, sia nell'ottica di un'investitrice.

Sono presenti ancora molte barriere per le donne che vogliono avviare una carriera come consulente finanziario, le quali vedono le loro carriere inibite a causa principalmente di una cultura manageriale maschile dominante. Ad oggi, le strategie per superare queste barriere sono basate molto sulla fortuna, in quanto consistono nel trovare un manager corretto o un consulente che voglia instaurare un rapporto solido di partnership.

Per quanto riguarda, invece, le investitrici esiste un divario tra lo stato dell'alfabetizzazione finanziaria delle donne in Italia rispetto agli uomini, si parla quasi di 10/20 punti percentuali sulle conoscenze base della finanza.

Un recente studio, condotto da Laura Bottazzi (docente dell'Università di Bologna) e da Arianna Lusardi (direttore della EDUFIN) ha dimostrato che ci sono tre principali cause che incrementano e caratterizzano il divario tra uomo e donna:

1. La famiglia e il suo impatto, soprattutto il ruolo genitoriale;
2. L'ambito socio-culturale;
3. Il retaggio storico.

Per combattere il problema ed invertire l'andamento di queste statistiche il Paese deve investire maggiormente sull'educazione finanziaria in generale, ma soprattutto in quella delle donne e delle categorie più fragili.

L'obiettivo di questa tesi è analizzare le differenze di genere che sorgono tra gli investitori uomini e le investitrici donna e studiare il ruolo dei pregiudizi di genere nel rapporto con i consulenti finanziari.

Nel primo capitolo introduciamo la normativa che regola la consulenza finanziaria, ponendo una particolare attenzione sulla MiFID I e MiFID II. Inoltre, focalizzeremo l'attenzione sulle caratteristiche dell'investimento e degli investitori, come ad esempio i rischi, la tolleranza al rischio e il ruolo dei bias cognitivi nelle scelte d'investimento.

Nel secondo capitolo poniamo l'attenzione sull'importanza della profilatura del cliente e il ruolo del consulente finanziario nel rapporto con l'investitore. In aggiunta andremo a studiare il ruolo e l'importanza dell'educazione finanziaria per le scelte d'investimento.

Nel terzo capitolo poniamo l'attenzione sul gender gap in alfabetizzazione finanziaria e sul ruolo che i pregiudizi di genere hanno. Ci soffermeremo, inoltre, anche sulle interazioni di genere tra i consulenti finanziari e gli investitori, andando a identificare come vanno ad influenzare le scelte finali d'investimento.

Nel quarto e ultimo capitolo analizzeremo il questionario che è stato somministrato ad un totale di ventinove clienti strutturato per andare a studiare quanto abbiamo riportato nel capitolo precedente. Lo scopo è quello di evidenziare se il genere degli investitori possa influenzare sia le scelte di investimento che il rapporto con il proprio consulente finanziario.

1.I servizi finanziari e la normativa

1.1 Introduzione

Nel corso degli anni, la normativa ha subito molteplici sviluppi e con le ultime Direttive pubblicate dal legislatore europeo si è finalmente giunti a un concetto di consulenza finanziario più ampio. Questo concetto definisce la consulenza come un servizio che dev'essere svolto nell'interesse dell'investitore, modificando la dinamica del rapporto che una volta esisteva tra questo e il consulente. L'attenzione è ora incentrata principalmente sul servizio offerto piuttosto che sul prodotto venduto. Questo cambiamento di prospettiva ha implicazioni significative per la relazione consulente-investitore, rafforzando l'accento sulla qualità del servizio. Le ultime Direttive europee hanno sottolineato la necessità di porre l'investitore al centro della consulenza finanziaria, ridefinendo il ruolo del consulente come partner nell'aiutare l'investitore a raggiungere i propri obiettivi finanziari.

Il capitolo approfondisce la prima normativa che regolò la consulenza finanziaria, ovvero la legge n. 1 del 2 gennaio 1991, e successivamente analizza la normativa che tutt'oggi regola la consulenza, ossia la Direttiva MiFID II. Quest'ultima ebbe una svolta fondamentale, in quanto passò da una prospettiva incentrata sulla vendita di prodotti finanziari a un modello di consulenza più orientato al cliente. Uno dei fattori introdotti dalla Direttiva MiFID II che hanno portato a una consulenza più personalizzata, è ad esempio quello dell'obbligo di profilazione del cliente, per cercare di aderire quanto più possibile alle sue esigenze.

Oltre all'analisi sulla normativa verrà fatto un approfondimento anche sui servizi di investimento e sui rischi a loro connessi in modo tale da rendere chiaro l'oggetto dei servizi proposti dai consulenti.

Il capitolo si concluderà con l'esplorazione ruolo del consulente finanziario, non limitandosi nel definirlo solo come gestore del patrimonio degli investitori, ma anche come figura essenziale nell'educazione finanziaria del cliente. In un contesto caratterizzato da divario generazionale e di genere, questa figura assume un ruolo ancor più rilevante, contribuendo ad abbattere le barriere legate all'analfabetismo finanziario e promuovendo l'uguaglianza di opportunità.

1.2 L'evoluzione normativa

L'aumento di disponibilità degli strumenti finanziari e il crescente interesse verso gli investimenti, hanno avvicinato un bacino di utenti maggiore ma meno preparato, e di conseguenza questa situazione rese necessaria una maggiore protezione per l'investitore. Ciò comportò, negli anni, un mutamento significativo della normativa, sia a livello nazionale che europeo.

Una delle prime normative che regolamentò la consulenza finanziaria è stata la legge n. 1 del 2 gennaio 1991, qualificandola tra le attività di intermediazione mobiliare.¹ Questa norma limitava l'esercizio delle attività come la negoziazione, il collocamento, la gestione patrimoniale, la raccolta ordini (Attività indicate nell'art. 1) ai soli intermediari autorizzati: banche, fiduciarie e SIM (società di Intermediazione Mobiliare). Secondo quanto disposto, i consulenti finanziari iscritti all'albo potevano esercitare la loro professione soltanto per conto e nell'interesse di una SIM, vietando ogni sorta di attività finanziaria porta a porta.

I principi generali che questa norma stabiliva erano:

- **Diligenza**, contrastando possibili conflitti di interesse;
- **Professionalità**, imponendo alti standard di controllo e formazione;
- **Correttezza e trasparenza**, facendo sì che il cliente sia a conoscenza della natura, dei costi e dei rischi dei servizi offerti.

Successivamente, la Direttiva 93/22/CEE emanata nel 1993 rappresentò un'importante evoluzione, introducendo delle norme che promuovevano un'armonizzazione dei servizi finanziari all'interno dell'Unione Europea, inserendo la consulenza tra i servizi accessori. In Italia venne recepita con il D.lgs. 23 luglio 1996, n. 415 (Decreto Eurosim) e, in seguito, confermata con la pubblicazione del T.U.F. (Testo Unico Finanza).

La Direttiva diede la possibilità a chiunque di prestare il servizio di consulenza liberamente e consentì alle imprese di consulenza di operare in tutto il territorio dell'UE, avendo solo l'autorizzazione rilasciata dal proprio Paese. Con ciò si rese più ampia l'offerta, riducendo le barriere che ostacolavano l'ingresso nei mercati finanziari esteri.

¹ Per attività di intermediazione mobiliare si intendono le attività, che hanno come oggetto degli strumenti finanziari, che possono essere svolte solo dalle imprese di investimento o dalle banche autorizzate dall'organo di vigilanza

Il principale obiettivo era quello di creare un clima favorevole alla prestazione dei servizi finanziari, rinforzando allo stesso tempo la protezione verso gli investitori. La Direttiva impose dei requisiti minimi alle imprese di servizi finanziari, come per esempio gli standard di capitale minimo e alcune regole di condotta.

Originariamente la Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) appoggiò il principio di consulenza definito dalla Direttiva. Tuttavia, qualche anno dopo, mediante la comunicazione DI/98080597 pubblicata il 14 ottobre 1998, stabilì che la consulenza debba consistere *“nel fornire al cliente indicazioni utili per effettuare scelte di investimento e nel consigliare le operazioni più adeguate in relazione alla situazione e agli obiettivi”*² sottolineando dunque l'importanza della profilatura del cliente. Secondo tale interpretazione il servizio di consulenza risulterebbe caratterizzato:

- Dalla natura bilaterale del rapporto e dalla personalizzazione del servizio, ovvero il rapporto dev'essere basato sugli obiettivi e sulle esigenze del cliente;
- Dalla posizione di indipendenza del consulente rispetto a quanto proposto al cliente in tema di investimenti;
- Dall'assenza di limiti posti al consulente nell'offerta dei prodotti finanziari;
- Dal fatto che la sola remunerazione che il consulente riceve è basata su quella percepita per il servizio prestato.

Attraverso questa definizione si evidenzia un divario tra gli intermediari abilitati e i soggetti diversi da quest'ultimi: i primi sono vincolati agli obblighi sopra citati, ovvero quelli di operare con diligenza, trasparenza e correttezza, mentre per i secondi tali regole non sono vincolanti. Pertanto, emerge che gli intermediari vengono sottoposti a normative più ferree rispetto ai soggetti diversi, per i quali non sono previste specifiche forme di vigilanza.³

Una pietra miliare nel settore della consulenza finanziaria è la Direttiva 2004/39, o comunemente nota come MiFID I (Markets in Financial Instruments Directive). Approvata nel 2004 e recepita in Italia con D.Lgs. 17 settembre 2007, n. 164, introdusse la definizione di consulenza finanziaria in materia di investimenti. Tuttavia, è possibile considerare il

² Comunicazione Consob del 14 ottobre 1998, DI/98080597

³ Cfr. Guffanti E., Il quadro normativo, La consulenza finanziaria: Regolamentazione, modelli di servizio e pianificazione finanziaria, Egea, 2011.

punto culminante normativo raggiunto solo nel 2014 con l'introduzione della MiFID II e della MiFIR.

La MiFID I ebbe un ruolo fondamentale in quanto, per la prima volta, la consulenza finanziaria venne qualificata come servizio principale e non più come accessorio.⁴

La Commissione Europea ha introdotto questa Direttiva con lo scopo di aumentare la tutela degli investitori tramite una maggiore trasparenza da parte degli intermediari, ma anche di equilibrare la concorrenza del settore.

Al fine di assicurare la tutela dell'investitore, il legislatore europeo introdusse l'obbligo di somministrare al cliente un questionario di profilatura. Questo questionario consiste in una raccolta di informazioni sul cliente, utili per classificarlo in un particolare profilo di rischio. Tale profilo sarà fondamentale per consentire al consulente finanziario di formulare proposte che rispondano al meglio alle esigenze del cliente. Queste informazioni possono riguardare: l'esperienza maturata del cliente, i suoi obiettivi, sia a breve che a lungo termine, e la sua situazione finanziaria.⁴

Con la MiFID I si identificano due caratteristiche distintive della consulenza: la raccomandazione personalizzata, quale presupposto soggettivo, e l'accuratezza dello strumento finanziario proposto, quale presupposto oggettivo. Una raccomandazione si può considerare adeguata quando gli investimenti proposti sono in sintonia con le specifiche caratteristiche dell'investitore. In aggiunta a ciò, la Direttiva impose alle imprese di servizi finanziari l'obbligo di perseguire il migliore risultato per il cliente qualora eseguissero degli ordini. Oltre all'obbligo di migliore esecuzione, le società erano tenute alla pubblicazione delle informazioni in tempo reale relative ai prezzi e alle operazioni dei mercati, contribuendo così a una maggiore trasparenza per gli investitori. In sintesi, la Direttiva MiFID I ha giocato un ruolo fondamentale nel plasmare il panorama della consulenza finanziaria in Europa, facilitando la promozione della protezione verso gli investitori, la trasparenza e la concorrenza nei servizi finanziari.

La Direttiva MiFID I ha, tuttavia, suscitato alcune criticità. Con l'introduzione di molte regole, seppur importanti, ha aumentato la complessità della normativa all'interno del settore. Sebbene la nuova regolamentazione abbia posto un'attenzione particolare sul

⁴ Cfr. Barbiero S., La consulenza in materia di servizi di investimento tra "passato" e "presente" all'indomani dell'entrata in vigore della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II): criticità e profili innovativi, *Innovazione e Diritto*, Università degli studi di Napoli Federico II, 2018

cliente, non è stato possibile eliminare completamente i conflitti di interesse tra istituzioni finanziarie e investitore. Di conseguenza tutt'oggi si verificano dei casi in cui le istituzioni prediligono il proprio interesse a discapito che quello dei clienti. Appare quindi necessario porre maggiori limiti agli intermediari in modo tale da configurare un livello di protezione maggiore per gli investitori.⁵ Per giunta la Direttiva, pur essendo molto specifica riguardo al livello di conoscenza ed esperienza dell'utente, è carente sulla misurazione degli aspetti del profilo di rischio, come ad esempio l'avversione al rischio di un cliente. Risultando però fondamentale per poter creare e sviluppare un portafoglio di investimento adeguato che riesca a adattarsi agli obiettivi dell'investitore.⁶

Infine, gli esperti ritengono che il legislatore non abbia affrontato alcuni temi di particolare importanza che si sono evidenziati con la crisi del 2008.⁷ La crisi finanziaria scoppiò nel 2006 negli Stati Uniti, iniziò però nel 2003 quando le banche cominciarono ad erogare mutui ad alto rischio, concedendoli a persone che non erano nella condizione finanziaria per riuscire a sostenere le varie scadenze e incapaci di fornire delle garanzie sufficienti. Parallelamente, grazie alla facilità con cui vi si poteva accedere e ad i tassi di interesse molto bassi,⁸ i prezzi delle abitazioni cominciarono a crescere esponenzialmente, creando così la così detta "bolla immobiliare". Tutto ciò veniva inoltre supportato dalle operazioni di cartolarizzazione, ovvero la possibilità per le banche o per gli istituti di credito di trasferire i mutui, inserendoli all'interno di pacchetti azionari, a soggetti terzi. Questi titoli cartolarizzati vennero sottoscritti da molti investitori, anche europei, consentendo così l'espansione della crisi nel mercato europeo. Nel 2004 la ripresa dell'economia statunitense permise alla FED (Federal Reserve Bank) di rialzare i tassi di interesse, comportando un aumento del costo dei mutui e, di conseguenza, un

⁵ Cfr. Capriglione F. – Prime riflessioni sulla MiFID II (tra aspettative degli investitori e realtà normativa) (Preliminary considerations on the MiFID II Directive (between investors' expectations and actual legal framework), Rivista trimestrale di diritto dell'economia, 2015

⁶ Cfr. De Palma, A., & Picard, N. (2010). Evaluation of MiFID questionnaires in France Study for the Autorité des Marchés Financiers.

⁷ Cfr. Capriglione F. – Prime riflessioni sulla MiFID II (tra aspettative degli investitori e realtà normativa) (Preliminary considerations on the MiFID II Directive (between investors' expectations and actual legal framework), Rivista trimestrale di diritto dell'economia, 2015

⁸ In quegli anni la FED (Federal Reserve) favoriva una politica monetaria espansiva mantenendo i tassi di interesse su valori storicamente bassi fino al 2004.

aumento delle casistiche di insolvenza, poiché le famiglie non erano più in grado di pagare le rate in continua crescita.

I titoli cartolarizzati iniziarono a perdere valore fino a diventare non liquidabili. Fu così che si innescò la crisi, e le banche intrapresero una politica monetaria restrittiva non concedendo più prestiti. In poco tempo l'economia statunitense e quella europea collassarono, comportando un crollo dei prezzi delle abitazioni, un problema di occupazione, il crollo dei mercati azionari e una forte restrizione nella concessione di crediti. A seguito di ciò, fu necessaria la revisione della regolamentazione relativa ai servizi finanziari portandoci alla Direttiva n. 2014/65/UE (C.d. MiFID II). Questa venne approvata nel 2014 e divenuta operativa solo nel gennaio 2018. Ha apportato importanti modifiche al quadro normativo dei servizi finanziari in Europa, basando i suoi obiettivi sulla maggiore protezione dei clienti finali e sull'introduzione di una nuova nozione di consulenza, affrontando per la prima volta il tema relativo all'avversione alle perdite.⁹ In Italia la Direttiva è stata recepita con il D.lgs. n. 164/2007 che diede una svolta alla disciplina della consulenza finanziaria. In questo caso si è davanti ad un miglioramento della disciplina soprattutto per garantire una maggiore trasparenza, alla quale è stata posta un'enfasi significativa. Le imprese di servizi finanziari sono obbligate a fornire una panoramica molto più dettagliata sui costi dei servizi e dei prodotti offerti, ponendo l'attenzione anche sul divieto di utilizzare commissioni nascoste o incentivi che risultano poco trasparenti per gli investitori. In questo modo, si ridussero i conflitti di interesse e si incentivarono i consulenti finanziari nell'offrire al cliente prodotti con migliori performance per l'investitore, piuttosto che maggiori commissioni. La Direttiva pose anche un importante accento sulla tolleranza al rischio del cliente e sulla sua capacità di sostenere eventuali perdite. Per poter valutare la capacità di un investitore di sostenere eventuali perdite la Direttiva ha posto l'obbligo ai consulenti finanziari di porre molta attenzione alla sua situazione economica e finanziaria. Ci sono diversi fattori che possono influenzare la capacità di sostenere delle perdite:¹⁰

⁹ L'avversione alla perdita si può tradurre anche come la paura che un investitore ha di perdere ciò che detiene, preferendo mantenere lo stato attuale rispetto alla possibilità di guadagnare dei nuovi privilegi. A volte questa caratteristica è dovuta al fatto che le persone tendono a sovrastimare il valore delle risorse possedute, dandogli non solo un valore economica ma anche uno emotivo.

¹⁰ Cfr. Scolari M., Mifid2: la capacità di sostenere le perdite. Definizione e valutazione di adeguatezza, PFXPO 2018

- Avere un livello alto di **risparmio corrente**, permette all'investitore di ricostruire più velocemente il capitale investito senza andare ad incidere sulla sua vita quotidiana;
- Gli **obiettivi** dell'investitore vanno ad incidere sulla capacità di sopportare perdite in quanto più ci si aspetta un rendimento alto, meno si è propensi nell'accettare eventuali perdite;
- Oltre ai obiettivi va ad incidere molto anche l'orizzonte temporale di un investimento, maggiore è e più è probabile che l'investitore sia in grado di sopportare delle perdite.

Infine, c'è stato un rafforzamento importante delle Autorità di Vigilanza che garantiscono la supervisione del settore e assicurano il rispetto delle norme e la protezione degli interessi degli investitori.

La nuova Direttiva, anche se implementata con il fine di migliorare le problematiche della precedente, non è tuttavia libera da criticità, tra le più importanti si riportano ¹¹:

- **Segmentazione della clientela**, le modalità risultano ora più sofisticate e, soprattutto per gli intermediari minori, avranno dei costi più elevati per la gestione e la conservazione dei dati richiesti;
- **Documentazione eccessiva**, l'obbligo di dover fornire ai clienti tutti i documenti riguardanti costi, report e dichiarazioni varie potrebbe condurre il cliente ad uno stato di confusione relativamente ai costi effettivi dell'investimento, oltre al fatto che secondo alcuni studi di Moneyfarm e la School of management del Politecnico di Milano hanno constatato che molti intermediari non producono la documentazione necessarie né ex ante né ex post;
- **Obblighi di disclosure e best execution**, implementati al fine di garantire livelli di trasparenza idonei sulle modalità di esecuzione degli ordini e di garantire l'applicazione di tutte le azioni possibili per l'ottenimento del miglior risultato.

L'evoluzione normativa ha inciso molto sul rapporto tra il consulente e il cliente, che è mutato nel tempo, portando il primo a offrire servizi, piuttosto che vendere prodotti ed il secondo a usufruire di tali, anziché limitarsi ad acquistarli.

¹¹ Cfr. Chergia E., MiFID 3: la rivoluzione della consulenza finanziaria e la sua semplificazione, Dipartimento di Economia e Management, LUISS, 2020

A causa degli adempimenti a carico del consulente sopra elencati, la Commissione europea nel 2020 ha deciso di rivedere la Direttiva MiFID II con l'obiettivo di redigerne una nuova: la Direttiva MiFID III, prevista per il 2025 ¹². La consultazione ha fatto emergere dei punti importanti da implementare:

- Revisione degli adempimenti relativi alla trasparenza nei confronti dell'investitore;
- Diffusione degli investimenti sostenibili;
- Maggiore armonizzazione dei mercati dei capitali;
- La digitalizzazione della finanza.

Alcuni punti sono già stati rivisti con la direttiva (UE) 2021/338 del 16 febbraio 2021, apportando delle modifiche alla direttiva attuale. Le rettifiche principali riguardano la tutela degli investitori e la ripresa dei mercati a seguito della pandemia dovuta al Covid-19. Anche la Consob attraverso la delibera n. 21755 del 10 marzo 2021, ha apportato alcune modifiche, prevedendo differenti requisiti di formazione, conoscenza e competenza per i consulenti finanziari.

Il tema relativo agli investimenti sostenibili diventa sempre più rilevante, infatti la Commissione europea, assieme all'ESMA, hanno apportato alcune modifiche sostanziali alla MiFID II, per poter garantire che vengano prese in considerazione le preferenze dell'investitore anche per quel che riguarda il tema ESG (Environmental, Social and Governance). In particolare, è stato emanato il Regolamento delegato (UE) 2021/1253, che va a modificare il Regolamento delegato 2017/565, e ha per oggetto *"l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento"*.

¹³

Nel contesto della consulenza finanziaria, meritano di essere citate diverse aree:

- Vengono introdotti i concetti relativi alla **sostenibilità**, ovvero le preferenze dell'investitore rispetto al tema e il rischio associato a questa tipologia di investimenti;

¹² Cfr. Vit N., Consulente come educatore? Evidenze empiriche sull'approccio del consulente finanziario, 2022

¹³ Cfr. Varani D., Lunetta D., Di Martino D., ESG: impatti sulla prestazione dei servizi di investimento, non solo diritto bancario, 2022

- Prevede che le società di investimento tengano conto delle **tematiche ESG** quando vengono prestati i servizi di investimento;
- L'obbligo di **comunicare al cliente tutte le informazioni relative ai rischi**, ai costi e alla complessità dei prodotti finanziari proposti in tema di sostenibilità e, ovviamente, che l'investimento proposto sia in linea con gli obiettivi e le preferenze del cliente.

Le suddette modifiche sono entrate in vigore a partire dal 2 agosto 2022 per le SIM, mentre per quanto riguarda i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria hanno dovuto attendere il recepimento della normativa a livello nazionale che preveda dei requisiti ritenuti analoghi a quelli della MiFID.¹⁴

In sostanza, il consulente dovrà appurare che i requisiti ESG dell'investimento proposto al cliente siano in linea con le preferenze espresse dal medesimo, in fase di profilatura.

1.3 I servizi d'investimento

Per servizi di investimento intendiamo tutte quelle tipologie di attività relative ad acquisto o vendita di prodotti finanziari per i quali facciamo riferimento ad un intermediario (consulente finanziario, banca o SIM). Pertanto, si possono definire come attività finalizzate alla gestione e all'impiego dei risparmi dei clienti in strumenti finanziari, come azioni, Titoli di Stato, Fondi, Sicav, polizze, obbligazioni, ecc., elencate nell'art. 1, comma 2, del T.U.F.

L'art. 1, comma 5 del T.U.F., emanato per recepire le direttive EUROSIM, elenca le attività che rientrano tra i servizi d'investimento:

a) Negoziazione per conto proprio

È l'attività attraverso la quale l'intermediario procede con l'acquisto dal cliente e/o la vendita di prodotti finanziari propri, ossia che detiene già all'interno del proprio portafoglio;

b) Esecuzione di ordini per conto dei clienti

Questa modalità differisce dall'esecuzione di ordini per conto proprio solo per il fatto che il consulente deve detenere una sola autorizzazione, mentre prima era

¹⁴ Cfr. CONSOB, Regolamentazione illustrativa degli esiti della consultazione delle conseguenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori, 29 luglio 2022

necessario che il consulente possedesse una doppia autorizzazione, una per l'esecuzione degli ordini del cliente e una per la negoziazione per conto proprio;

c) Assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente

In questo caso l'intermediario acquista preventivamente, in base ad un accordo stipulato con l'emittente, i prodotti finanziari con l'obiettivo di rivenderli agli investitori. Facendo ciò si assume il rischio nel caso in cui dei prodotti rimangano invenduti;

d) Collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente

Questa forma invece è senza garanzia, ovvero senza impegno irrevocabile e corrisponde ad un minor onere per l'intermediario. Questo perché su di lui grava solo l'obbligo di ricercare degli investitori interessati all'acquisto degli strumenti finanziari, mentre il rischio di insuccesso graverà solo sull'emittente, nel caso in cui dei prodotti rimangano invenduti;

e) Gestione di portafogli

Consiste nell'amministrare, tramite un incarico dato direttamente dal cliente, il portafoglio dell'investitore, componendolo con gli strumenti che ritiene più adeguati, rispetto all'analisi del profilo di rischio del cliente. Nel caso in cui il cliente dovesse rifiutarsi di fornire le informazioni necessarie per eseguire un'analisi del suo profilo, in questo caso l'intermediario dovrà rifiutarsi di fornire il servizio;

f) Ricezione e trasmissione di ordini

Con questo servizio l'investitore delega all'intermediario, in questo caso il consulente, di trovare un ulteriore intermediario che eseguirà l'ordine. Sarà quindi a carico del consulente l'onere di trovare il negoziatore che assicuri una buona performance dell'investimento;

g) Consulenza in materia di investimenti

Trattasi di un servizio in cui il consulente, per richiesta del cliente o autonomamente, provvede a dargli dei consigli personalizzati circa le operazioni di investimento che reputa adeguate alla profilatura dell'investitore;

h) Gestione di sistemi multilaterali di negoziazione

Questo tipo di attività può essere riconducibile ai mercati regolamentati, ovvero un servizio che permette l'incontro tra proposte di vendita e quelle di acquisto

provenienti da operatori vari. Solitamente questa tipologia di servizi viene sfruttata dall'intermediario come una sede di negoziazione per assicurare all'investitore una performance migliore;

i) Servizi accessori

Oltre ai servizi di investimento, nell'art. 1, comma 6, T.U.F. è previsto che il consulente possa prestare anche dei servizi accessori, tra i quali: il servizio di locazione di una cassetta di sicurezza, la concessione di un finanziamento o di un affidamento, la detenzione e l'amministrazione degli strumenti finanziari. Differiscono dalla prestazione dei servizi finanziari in quanto per questa tipologia il consulente non necessita di un'autorizzazione per operare.

Questi servizi non possono essere erogati da chiunque, ma devono essere soggetti abilitati dalla Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) o dalla Banca d'Italia. I soggetti che possono essere autorizzati sono molteplici e possono essere: Banche, società di gestione, SIM, intermediari finanziari (iscritti all'albo), banche comunitarie o extra-comunitarie, imprese di investimento e agenti di cambio. Il T.U.F. però non esclude l'ammissibilità di svolgere questi servizi anche a persone fisiche. Infatti, all'art. 18-bis stabilisce che queste possono operare nel rispetto di alcuni requisiti, come ad esempio la professionalità, la solidità finanziaria e l'onorabilità. A questo proposito è stato costituito l'albo dei consulenti finanziari, e per poterne fare parte è necessario sostenere un esame di Stato che comprovi le competenze del soggetto in materia giuridica, economica e finanziaria.

1.4 I rischi dell'investimento

Il rischio finanziario si può definire come un'incertezza legata allo strumento finanziario, ed è per questo che, quando si va a creare la profilatura dell'investitore, uno dei fattori che si deve analizzare è la propensione al rischio di quest'ultimo. Con propensione al rischio si intende la sua propensione ad accogliere le oscillazioni quotidiane del mercato e le eventuali perdite.

Quando un investitore decide di effettuare delle operazioni di investimento deve avere ben chiaro i rischi legati ai prodotti su cui decide di investire. Ci sono diverse variabili da valutare quando si è in procinto di impiegare la propria liquidità in uno strumento finanziario:

1. Variabile del prezzo;

2. La liquidità del prodotto;
3. La valuta;
4. Altri fattori che comportano dei rischi generali.

La **variabilità del prezzo** di uno strumento finanziario è dovuta soprattutto alla tipologia di prodotto e può essere più o meno accentuata in base a diverse circostanze: natura del prodotto (titoli di capitale o titoli di debito), il livello di rischio (specifico o generico), rischio emittente (ovvero che le società emittenti non siano in grado di adempiere al pagamento degli interessi o del capitale preso a prestito), rischio tasso, ecc.

Per **liquidità del prodotto**, si intende la facilità con cui l'investitore può decidere di venderlo e quindi trasformarlo in moneta senza perdita di valore.

Il rischio relativo alla **valuta** dell'investimento si configura nel momento in cui il cliente decide di impiegare la propria liquidità in strumenti che hanno la divisa diversa rispetto al suo Paese di riferimento. Quello che può accadere è che una variabilità dei tassi di cambio comportino per l'investitore un condizionamento importante del risultato dell'investimento.

Mentre gli **altri fattori** che possono comportare dei rischi più generali possono essere: la solvibilità dell'intermediario, le commissioni e gli oneri dei prodotti, operazioni eseguite al di fuori dei mercati organizzati ecc.

Nell'ambito finanziario risulta, quindi, necessario diversificare il portafoglio per poterlo ottimizzare e per gestire i rischi in maniera più adeguata. Questa tecnica si basa sull'investire su più fondi con tematiche differenti, in modo tale da diminuire la ripercussione che un evento negativo possa comportare sull'intero portafoglio. Pertanto, se ci focalizziamo sui vantaggi della diversificazione possiamo comprendere che questo approccio sicuramente porta ad una riduzione del rischio complessivo. Inoltre, può consentire all'investitore di perfezionare il suo portafoglio sfruttando diverse opportunità di guadagno.¹⁵

La diversificazione, inoltre, non può garantire una protezione assoluta dai vari rischi che comportano gli investimenti, soprattutto nelle fasi in cui alcuni eventi colpiscono l'economia globale, portando quindi ad un crollo del mercato generalizzato.

¹⁵ Cfr. Consob, i rischi dell'investimento, <https://www.consob.it/web/investor-education/rischi-dell-investimento>

In questo contesto il ruolo del consulente finanziario diventa cruciale poiché è lui che dovrà guidare l'investitore nella creazione di un portafoglio che risulti diversificato, ma che al contempo rispetti i suoi fabbisogni del cliente.

Negli anni i clienti al dettaglio si sono trovati davanti ad una mole di informazioni tale da impedire la comprensione dei rischi e, più in generale, le caratteristiche di un investimento. Questo non era dovuto alla mancanza di informazioni, anzi, a volte era per la quantità infinita di caratteristiche, costi, conflitti di interesse che rendevano le informazioni talmente dense da portare l'investitore in uno stato di confusione.

Fu così che si rese necessario l'introduzione di una regolamentazione delle informazioni condivise con il cliente. Pertanto, venne previsto un documento precontrattuale specifico che, al suo interno tratta anche il rischio finanziario. Questo documento è il KID (Key Information Document). Di norma dev'essere breve, non più lungo di tre facciate A4, comprensibile, con pochi tecnicismi e conciso. All'interno si trovano le informazioni principali, come: i costi, il rischio e il guadagno/la perdita potenziale. Tale documento è stato appositamente pensato per l'investitore al fine di rendere più agevole la comparazione tra i vari prodotti offerti.

L'obbligo di compilazione del KID riguarda due categorie di prodotti:

- Prodotti a base non assicurativa, ovvero tutti quegli strumenti i quali il capitale dell'investitore è soggetto a fluttuazioni, come azioni, obbligazioni ecc.;
- Prodotti a base assicurativa, che la scadenza o il valore sono influenzati dalla variabilità del mercato, come ad esempio le polizze unit.

1.5 L'influenza dei bias cognitivi negli investimenti

Le decisioni degli investitori non sono influenzate soltanto da fattori come la conoscenza degli investimenti ma, il più delle volte, vengono influenzate dalla situazione e dal contesto nel quale viene presa la decisione. In questo caso si può parlare di effetto contesto, ovvero come si può influenzare la scelta di un cliente attraverso la presentazione delle varie opzioni. Quindi, ponendo lo stesso quesito ma formulandolo in forme diverse potrebbe indurre l'investitore a cambiare la propria risposta.

A sostenere ciò abbiamo numerosi studi che hanno dimostrato che le scelte possono essere influenzate anche dalla mera presentazione estetica delle opzioni, ad esempio attraverso dei grafici o delle tabelle. Viene definito pericoloso anche perché potrebbe

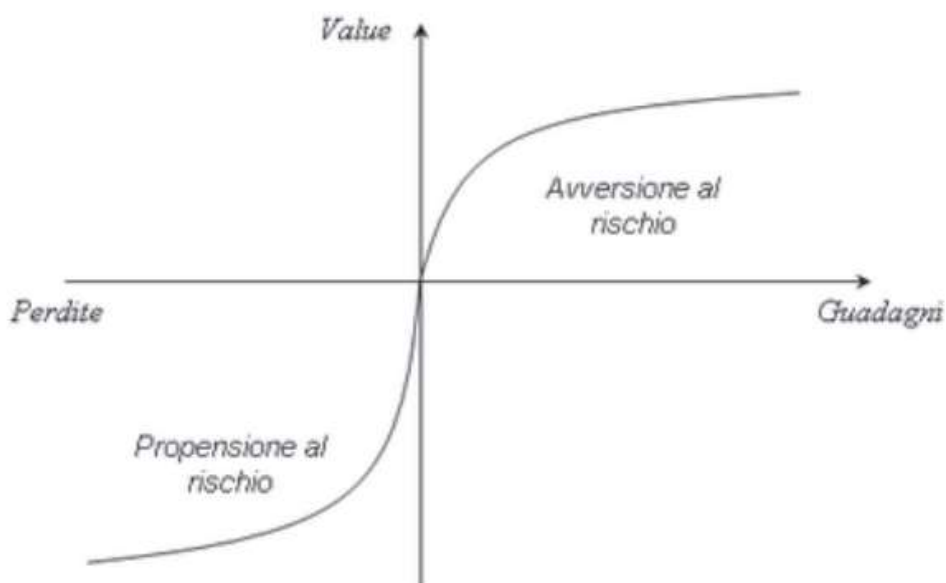
risultare un ottimo strumento di manipolazione, usato per “controllare” le decisioni dell'investitore.¹⁶

Un'altra variabile che influenza le scelte di e la percezione del rischio e l'avversione alle perdite per la quale, come abbiamo già visto in precedenza, l'investitore preferisce evitare una perdita rispetto ad avere un guadagno.

Se andiamo ad analizzare questa vulnerabilità dell'investitore nelle scelte in ambito finanziario, questa tipologia di bias non permette al cliente di sfruttare un'opportunità di vendita di un titolo, quando quest'ultimo è in perdita, anche se le prospettive di quel titolo risultano negative per il futuro. Fu così che, basandosi sull'avversione al rischio e sull'effetto contesto, venne sviluppata una teoria denominata “teoria del prospetto”. Questa teoria afferma che le scelte e la loro utilità sono influenzate da valutazioni psicologiche e non solo tenendo conto dell'obiettivo di massimizzare il valore atteso dell'investitore. Di seguito viene riportato grafico che raffigura la funzione di utilità secondo la finanza comportamentale dove possiamo notare che più ci si avvicina al punto di partenza maggiore è l'impatto relativamente alla scelta dell'investitore rispetto a quei punti che hanno una variazione maggiore. Possiamo, inoltre, notare che la curva non riporta la stessa pendenza per entrambe le regioni, infatti, che si parli di un guadagno o di una perdita che riportano lo stesso valore l'effetto finale non sarà uguale e la perdita comporterebbe un impatto più significativo.

¹⁶ Cfr. Morera U., Marchisio E., Finanza, mercati, clienti e regole ... ma soprattutto persone, Analisi Giuridica dell'economia, Fascicolo 1, giugno 2012

Figura 1 - Funzione di utilità elaborata dalla finanza comportamentale



Fonte: Umberto Morera, Emiliano Marchisio *Finanza, mercati, clienti e regole ... ma soprattutto persone, Analisi Giuridica dell'economia, Fascicolo 1, giugno 2012*

I bias cognitivi possiamo definirli come una forma di distorsione della realtà causata da dei pregiudizi che portano l'investitore ad un errore di valutazione. Questi tipi di pregiudizi sono determinati dalle conoscenze e informazioni che il cliente ha in suo possesso anche se non strettamente collegate o inerenti alla decisione che devono prendere. Ci sono diverse tipologie di distorsioni e di seguito vengono analizzate.¹⁷

L'hyperbolic discounting è quella distorsione dove l'investitore non tiene conto delle possibilità di guadagno future, differite, ma cerca l'appagamento immediato. Secondo uno studio di Rea e Van Leeuwen del 1998 questo tipo di bias a livello finanziario potrebbe indurre le persone a rimandare nel tempo spese ingenti, sfruttando invece nel breve periodo scontistiche che può ritenere accattivanti.

Gli investitori spesso tendono a preferire la scelta di titoli domestici piuttosto che stranieri, non garantendo così una giusta diversificazione di portafoglio. Questa scelta è influenzata dalla convinzione da parte degli investitori di poter controllare maggiormente i titoli interni, questo è definito come *home bias*.

¹⁷ Cfr. Gianfranco Liace, *L'investitore tra deficit informativi e bias comportamentali*, in "Banca Impresa Società, Rivista quadrimestrale" 3/2018, pp. 445-462

Molti investitori tendono, a causa della loro impazienza, a movimentare ripetutamente il loro portafoglio d'investimento, questo tipo di errore viene anche definito *action bias*. Viene definito un errore in quanto ha due principali ripercussioni sugli investimenti del cliente: 1. penalizza il rendimento a lungo termine; 2. deve sostenere maggiori costi di transazione che vanno ad incidere ulteriormente sul rendimento.

Il *confirmation bias* si sostanzia nella scelta, da parte dell'investitore, delle sole informazioni che vanno a confermare e valorizzare il suo pregiudizio, ignorando invece quelle che lo contrastano. Questo tipo di bias può risultare molto forte, al punto tale da far ignorare all'investitore studi o considerazioni che potrebbero andare a nuocere le sue convinzioni. I modi in cui questo bias può andare a compromettere il portafoglio dell'investitore sono diversi dalla scarsa diversificazione del portafoglio alla creazione di un "legame", dovuto principalmente al ricordo di guadagni ottenuti nel passato, con delle azioni che detiene, portandolo ad ignorare possibili note negative relative all'azione o alla società.

Un'altra tipologia di distorsione è il *familiarity bias*, ovvero la tendenza degli investitori di orientare le proprie scelte sulle loro conoscenze e quindi sui prodotti a loro già noti, non tenendo perciò in considerazione tutto ciò che per loro non risulta familiare.

Infine, altri due bias importanti e tra loro collegati sono l'*overconfidence* e l'*ottimismo*. Il primo si manifesta attraverso la convinzione dell'investitore di possedere conoscenze sopra la media, andando perciò a sottostimare le caratteristiche e l'andamento degli investimenti con la tendenza a inseguire il mercato con movimentazioni di portafoglio che possono risultare non ottimali. Il secondo, invece, è legata alla predisposizione dell'investitore a sovrastimare le proprie previsioni ponendo un obiettivo fin troppo elevato. Ad esempio, una visuale ottimista può essere quando l'investitore si aspetta dei rendimenti superiori rispetto alle prospettive di mercato.¹⁸

Si rende quindi necessario un intervento volto alla correzione di questi errori, ed è qui che entra in gioco il ruolo dell'educazione finanziaria.

¹⁸ Cfr. Linciano N., Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale, Quaderni di Finanza n. 66, Consob, 2010

1.6 La tolleranza al rischio degli investitori

La tolleranza al rischio viene misurata come il livello di tranquillità o, meglio, di confort, verso l'assunzione di rischi. In ambito finanziario viene utilizzata come la capacità dell'investitore di sopportare eventuali perdite legate agli investimenti, questo indice riveste un ruolo molto importante soprattutto nella fase di costruzione del portafoglio del cliente¹⁹.

Si può quindi affermare che l'assunzione del rischio sia strettamente correlata alla sua tolleranza e alla percezione. Vi sono due diverse teorie relative al rischio: la teoria finanziaria classica per la quale definisce il rischio come "una grandezza oggettiva e quantificabile attraverso una misura simmetrica come la varianza (pesa guadagni e perdite potenziali allo stesso modo)" ipotizzando che i soggetti siano razionali e che agiscono solo nel momento in cui hanno a disposizione un bagaglio di informazioni adeguato e omogeneo ²⁰; e la finanza comportamentale, che poggia le sue fondamenta su diverse tematiche, come:

- L'utilizzo delle euristiche ²¹;
- L'overconfidence;
- L'illusione del controllo;
- La paura di dover sostenere perdite importanti;
- Il livello di educazione finanziaria;
- La fiducia nel consulente finanziario.

La prima teoria, quella classica, non risulta adeguata secondo alcune ricerche empiriche in quanto non misura la componente soggettiva dell'investimento, ma si limita soltanto ad un calcolo matematico e statistico. Mentre la finanza comportamentale utilizza misure asimmetriche tenendo conto del ruolo essenziale dei fattori psicologici e delle euristiche. Questi elementi possono portare a delle discordanze tra la conoscenza soggettiva e i dati oggettivi relativi al rischio ma anche ad una percezione alterata della relazione tra rischio

¹⁹ Cfr. Baldrige R., Adonopoulos G., Test sulla tolleranza al rischio negli investimenti, Forbes advisor, 2023

²⁰ Cfr. Linciano N., Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail, Quaderni di finanza, Consob, n. 66, gennaio 2010

²¹ Cfr. Linciano e Soccorso definiscono le euristiche come l'applicazione di regole approssimative, in condizioni di incertezza, che consentono all'investitore di semplificare e rendere i problemi trattabili, violando dunque la razionalità delle percezioni.

e rendimento.²⁰ L'alterazione e la violazione della razionalità delle percezioni porta ad avere una divergenza tra il rischio percepito dall'investitore e il rischio oggettivo. Questo disallineamento può essere anche accentuato da diversi fattori come ad esempio dalle componenti emotive, dall'eccesso di fiducia verso il consulente o verso le proprie abilità e dal livello di ottimismo che ha l'investitore.²²

La tolleranza al rischio, inoltre, è influenzata anche dall'ambito di riferimento, se finanziario o legata ad attività del tempo libero, dagli obiettivi che l'investitore si pone e dalla provenienza della ricchezza finanziaria detenuta. È qui che entra in gioco la teoria del mental accounting dove viene proposta una struttura piramidale nella quale vengono suddivisi in budget le spese e in categorie le fonti di reddito. I diversi livelli della piramide vanno ad indicare i bisogni e di conseguenza la tipologia di prodotto più adeguato.

Figura 2 - Piramide degli investimenti



Fonte: elaborazione personale da piramide degli investimenti proposta da Bring Value – Consulenza di Direzione, riportata in Cervellati (2012)

²² Cfr. Linciano N., Soccorso P., Assessing investors' risk tolerance through a questionnaire, Discussion papers, Consob, 2012

Ci sono diversi fattori socio-demografici che influiscono sulla tolleranza al rischio: età, genere, occupazione, stato civile e presenza di dipendenze economiche, educazione finanziaria e alfabetizzazione finanziaria.²³

Troviamo diversi studi contrastanti rispetto alla relazione tra tolleranza al rischio ed *età*. Alcuni affermano che esiste una relazione tra questi due fattori, dimostrando che le persone anziane tendono a essere meno tolleranti al rischio in quanto hanno meno tempo per recuperare eventuali perdite. Al contrario, altri studi sostengono che non ci sia una vera e propria relazione tra i due fattori, ma che sia dovuto principalmente ad una combinazione di caratteristiche dell'investitore. Se quest'ultimo risulta avere un buon livello di istruzione, reddito, patrimonio e conoscenze finanziarie allora potrebbe avere una tolleranza del rischio maggiore.²⁴

Un altro fattore che può portare ad una diversa percezione del rischio è il *genere*. Infatti, alcuni studi hanno sottolineato come il rischio può essere percepito in maniera diversa in base al sesso dell'investitore. Riportano come le donne abbiano un atteggiamento molto più conservativo nella decisione degli investimenti e conseguentemente i consulenti finanziari sono più propensi a offrire prodotti finanziari meno rischiosi rispetto agli investitori uomini.²⁵ Questo è dovuto anche al fatto che le donne sono meno overconfident e mediamente più avverse al rischio rispetto agli uomini, inoltre, questa differenza marcata sembrerebbe dipendere anche dal livello di educazione finanziaria. Secondo questa logica le donne tendono a giudicare più rischiosi gli investimenti che hanno una probabilità maggiore di perdita, mentre gli uomini considerano più rischiosi quegli investimenti che hanno variazioni più marcate del loro valore. Questa tesi è supportata anche dallo studio di Lewellen *et al.* (1977) dove si evince che gli uomini sono più propensi a movimentare il loro portafoglio e a formulare delle previsioni più fiduciose sui loro rendimenti e si affidano meno ai consigli che gli vengono posti dai loro consulenti finanziari rispetto alle donne.

²³ Cfr. Cruciani C., Gardenal G., Amitrano G., Understanding Financial Risk Tolerance. Institutional, behavioural and normative dimensions, Palgrave Macmillan, 2022.

²⁴ Cfr. Cruciani C., Gardenal G., Amitrano G., Understanding Financial Risk Tolerance. Institutional, behavioural and normative dimensions, Palgrave Macmillan, 2022.

²⁵ Cfr. Linciano N., Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail, Quaderni di finanza, Consob, n. 66, gennaio 2010

Un altro fattore rilevante nella determinazione della tolleranza al rischio è l'*occupazione*. Diversi studi evidenziano una relazione positiva tra occupazione e tolleranza al rischio, evidenziando come i lavoratori autonomi tendono ad essere più tolleranti al rischio rispetto ai lavoratori dipendenti.

Analizzando il ruolo dello stato civile rispetto alla tolleranza al rischio vediamo che l'investitore single ha un livello di tolleranza maggiore rispetto alle coppie sposate che tendono ad essere più conservative nelle scelte d'investimento.²⁶

La letteratura ha riportato diversi modi per misurare l'avversione al rischio degli investitori tra cui: i dilemmi di scelta, le misure oggettive, i metodi euristici e le misure auto-dichiarate.

I dilemmi di scelta

Questo strumento utilizza le risposte degli investitori rispetto a degli scenari che presentano diversi gradi di rischio per calcolarne la loro tolleranza. Oramai diventato impopolare in quanto si limitava a dedurre le preferenze di rischio senza controllare eventuali percezioni relative ai benefici e ai rischi associati.

Le misure oggettive

Questa misurazione fa affidamento alla percentuale di azioni o altri prodotti rischiosi all'interno di un portafoglio. Maggiore è la presenza di questi prodotti, maggiore è la tolleranza al rischio.

I metodi euristici

Questo modello cerca di esaminare se esiste una relazione non lineare tra il rischio e le caratteristiche dell'investitore, come ad esempio l'età.

Le misure auto-dichiarate

Si tratta di domande soggettive sul rischio che possono essere utilizzate anche per indagini su larga scala. Questo sembra essere uno dei metodi che maggiormente si avvicina alla vera percezione del rischio da parte dell'investitore.²⁷

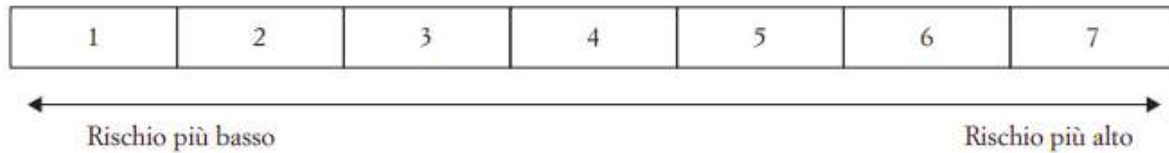
Uno strumento utilizzato per fornire le informazioni essenziali dell'investimento, come abbiamo visto nel capitolo precedente è il KID, che deve contenere l'indice sintetico di

²⁶ Cfr. Cruciani C., Gardenal G., Amitrano G., Understanding Financial Risk Tolerance. Institutional, behavioural and normative dimensions, Palgrave Macmillan, 2022.

²⁷ Cruciani C., Gardenal G., Amitrano G., Understanding Financial Risk Tolerance. Institutional, behavioural and normative dimensions, Palgrave Macmillan, 2022.

rischio (SRI) che viene integrato da una descrizione dell'indicatore. Tale indicatore è valorizzabile su una scala da 1 (basso) a 7 (alto).

Figura 3 - Indicatore sintetico di rischio



Fonte: Gianfranco Liace, *L'investitore tra deficit informativi e bias comportamentali*, in "Banca Impresa Società, Rivista quadrimestrale" 3/2018, pp. 445-462

Per evitare di indurre l'investitore ad una valutazione sbagliata dell'investimento, l'indicatore viene raffigurato orizzontalmente ed evitando colori come, ad esempio, il rosso per indicare il livello più alto di rischio.²⁸

Come già affrontato in precedenza per poter comprendere la tolleranza al rischio di un investitore il legislatore attraverso la Direttiva 2004/39/CE (MiFID), prima, e, successivamente, la Direttiva di attuazione 2006/73/CE (livello 2) ha stabilito che l'intermediario deve raccogliere alcune informazioni attraverso il questionario di adeguatezza.²⁹

1.7 La fiducia dell'investitore

La fiducia viene considerata da diversi studiosi, sia in psicologia che in economia, come la disponibilità di esporsi alla vulnerabilità nei confronti di un altro attore. La volatilità attuale dei mercati e gli eventi esterni scatenati da fattori non controllabili, come ad esempio le guerre, le crisi e l'inflazione, rendono necessario, per i consulenti finanziaria, guadagnare la fiducia degli investitori.³⁰ I clienti vogliono potersi fidare e sentirsi sicuri dei propri consulenti finanziari.

²⁸ Cfr. Gianfranco Liace, *L'investitore tra deficit informativi e bias comportamentali*, in "Banca Impresa Società, Rivista quadrimestrale" 3/2018, pp. 445-462

²⁹ Cfr. Linciano N., Soccorso P., *Assessing investors' risk tolerance through a questionnaire*, Discussion papers, Consob, 2012

³⁰ Cfr. L'Hostis A., *Introducing the European Financial Services Customer Trust Index*, Forrester, giugno 2023, <https://www.forrester.com/blogs/introducing-the-european-financial-services-customer-trust-index/> (visitato in data 05 giugno 2024)

Nel 2023 è stato introdotto il “Financial Services Customer Trust Index” per poter valutare il livello di fiducia degli investitori verso i consulenti finanziari e le istituzioni. Secondo un sondaggio condotto nel 2022 in Italia, Francia e Regno Unito è emerso che:

- Solamente il 59 % dei clienti italiani risulta soddisfatto della trasparenza della propria banca;
- Solamente il 57 % dei clienti francesi ritiene soddisfacente l’affidabilità mostrata dalla propria banca;
- Solamente il 48% dei clienti del Regno Unito ritiene che la propria banca abbia un livello di empatia adeguato.

A seguito di questa ricerca hanno rilevato che l’affidabilità e l’empatia sono delle leve essenziali per guadagnare la fiducia dei clienti.³⁰

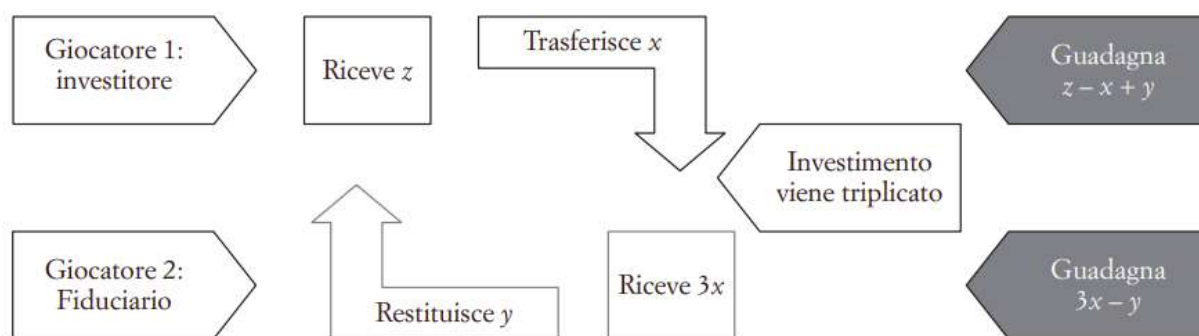
Investire in prodotti finanziari non richiede solamente di valutare il livello di rischio e il rendimento minimo che più soddisfano i propri bisogni, ma è anche un atto di fiducia verso il consulente finanziario. La fiducia in questo caso la possiamo definire come la probabilità che gli investitori attribuiscono alla possibilità di essere ingannati.³¹

Infatti, è proprio la fiducia un elemento fondamentale che caratterizza la decisione di un singolo di trasferire il proprio denaro al consulente finanziario per poterlo investire. Attraverso uno studio Pasini e Georgarakos hanno individuato che tra la fiducia e la partecipazione al mercato azionario c’è una relazione positiva. È per questo che, se l’investitore crede che possa esserci una truffa, un inganno, si aspetterà che il rendimento dell’investimento non sia sufficientemente alto e quindi ha convenienza nel rimanere al di fuori del mercato.

Cruciani, Gardenal e Moretti hanno studiato attraverso un esperimento la fiducia verso i broker. Questo esperimento è stato basato sul gioco d’investimento Trust game di Berg et al. del 1995 che può essere riassunto brevemente da una loro rappresentazione schematica (Fig. 7).

³¹ Cfr. Guiso L., Sapienza P., Zingales L., Trusting the Stock Market, The Journal of Finance, Vol. LXIII, No. 6, pp. 2557-2600, 2008

Figura 4 - Trust game



Fonte: Cruciani C., Gardenal G., Moretti A., *Fiducia e competenze finanziarie: un'analisi sperimentale*, Banca Impresa Società, Fascicolo 1, 2015

Spiegano, inoltre, come questo gioco fu utilizzato da parte della letteratura per identificare le motivazioni che portano un investitore a potersi fidare del consulente finanziario e quindi a trasferirgli una quota del suo patrimonio.

Il loro esperimento si basò sulla diffusione di un questionario che aveva l'obiettivo di raccogliere dei dati per capire le ragioni che spingono l'investitore a porre fiducia nel consulente finanziario; infatti, i partecipanti svolgevano tutti quanti il ruolo del giocatore 1 (l'investitore). Il questionario era suddiviso in tre parti: la prima andava a testare il livello di alfabetizzazione finanziaria attraverso cinque quesiti; la seconda parte era relativa al gioco di investimento, dove venivano fornite alcune informazioni relative all'alfabetizzazione finanziaria del consulente; l'ultima parte richiedeva le informazioni sociodemografiche dell'intervistato, ovvero età, reddito, esperienza nel campo finanziario.

I risultati dell'indagine riportano due ipotesi importanti, la prima è quella per cui la ricezione di informazioni relative al consulente finanziario potrebbe condizionare il livello di fiducia riposto in esso. La seconda è che vi è una relazione significativa tra la fiducia e la propensione al rischio dell'investitore, portando ad un esito per cui gli investitori che sono più propensi o neutrali al rischio sono inclini ad effettuare dei trasferimenti più ingenti rispetto a quelli avversi al rischio.³²

Infine, secondo una ricerca svolta in Olanda è stata riconosciuta una relazione positiva tra fiducia e alfabetizzazione finanziaria, ovvero gli investitori con un grado più elevato di

³² Cfr. Cruciani C., Gardenal G., Moretti A., *Fiducia e competenze finanziarie: un'analisi sperimentale*, Banca Impresa Società, Fascicolo 1, 2015

conoscenze finanziarie e un'autovalutazione elevata hanno una probabilità maggiore di fidarsi delle banche, delle compagnie assicurative e dei fondi pensione, questo sia ad ampio raggio che ha portata ristretta.³³

³³Cfr. van der Cruysen C., de Haan J., Roerink R., Financial knowledge and trust in financial institutions. *Journal of Consumer Affairs*, 2021; Volume 55, pp. 680–714

2. Le caratteristiche degli investitori

2.1 Introduzione

Oggi, sempre più frequentemente, osserviamo un crescente numero di clienti “al dettaglio” che decidono di approcciarsi al mondo della finanza e degli investimenti, affidando la gestione del proprio patrimonio ad un consulente finanziario. Per questo motivo la normativa ha reso necessario una classificazione della clientela in modo tale da distinguere gli investitori professionali da quelli al dettaglio. Questa necessità di classificare i clienti nasce dall’esigenza di offrire una maggiore protezione al contraente più vulnerabile che si avvicina ad un mondo per lui nuovo.

La tutela dell’investitore emerge, quindi, come un tema cruciale nel disciplinare e regolamentare gli investimenti finanziari. È per questo motivo che le due direttive più importanti, la MiFID I e la MiFID II, pongono una particolare attenzione su questo aspetto imponendo dei vincoli agli intermediari.

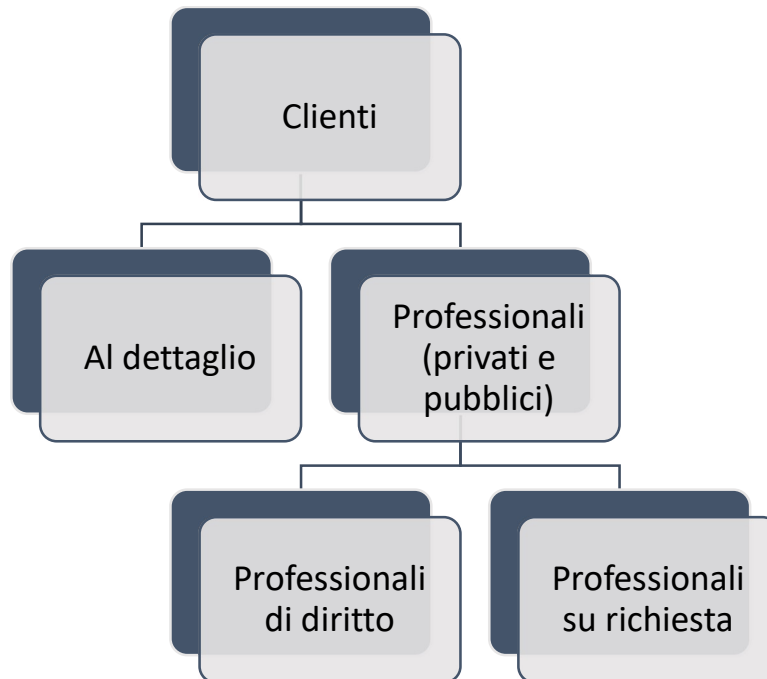
In questo capitolo esamineremo l’importanza di profilare adeguatamente il cliente al fine di poter comprendere la sua tolleranza al rischio e individuare eventuali bias cognitivi che potrebbero influenzare le sue scelte d’investimento. Un altro fattore importante che influisce sulle scelte d’investimento è la fiducia che l’investitore ripone verso il proprio consulente finanziario o verso l’istituto finanziario con il quale si relaziona.

Diversi studi hanno individuato una relazione positiva tra fiducia e propensione all’investimento. Inoltre, è emersa un’altra relazione importante che è quella tra la fiducia e l’alfabetizzazione finanziaria. Attualmente, l’Italia occupa una posizione poco prestigiosa in termini di alfabetizzazione finanziaria rispetto al resto dei Paesi del G20, classificandosi nel 2017 al penultimo posto. Per questo motivo, la Banca d’Italia ha avviato diverse iniziative volte a promuovere il tema dell’educazione finanziaria coinvolgendo i cittadini.

2.2 La catalogazione della clientela

L'art 26, comma 1, lettera c), del regolamento intermediari, definisce "cliente" la persona fisica o giuridica alla quale vengono prestati servizi di investimento o accessori.³⁴

Figura 5 - Sintesi grafica della classificazione della clientela



Fonte: elaborazione personale con informazione dell'art. 26 del regolamento intermediari

La norma inoltre fa una particolare distinzione suddividendo i clienti in due diverse categorie:

1. Il cliente al dettaglio;
2. Il cliente professionale, privato e pubblico
 - a. Professionali di diritto
 - b. Professionali su richiesta

³⁴ Cfr. Regolamento intermediari, adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera n. 17581 del 3 dicembre 2010

Il cliente al dettaglio è il soggetto che non può essere definito cliente professionale o controparte qualificata.³⁵ Questa tipologia di investitore è colui che non è in grado di gestire e/o valutare in modo adeguato i rischi assunti con un investimento e, dunque, necessitano di un livello di protezione più elevato, previsto dalla normativa europea in materia.

Il cliente professionale privato può essere definito tale se soddisfa i requisiti imposti dall'allegato 3 del Regolamento Intermediari, ovvero deve possedere l'esperienza, le conoscenze e le competenze fondamentali per prendere, in maniera consapevole, le decisioni in materia di investimenti e per saper valutare adeguatamente i rischi che si assume.

Il legislatore suddivide la categoria dei clienti professionali in clienti professionali di diritto, ossia quelli espressamente identificati dalla norma, e i clienti professionali su richiesta, i soggetti che richiedono espressamente di essere considerati tali.

Innanzitutto, vengono considerati clienti professionali di diritto *“per tutti i servizi e gli strumenti di investimento, i soggetti che sono obbligati ad essere autorizzati o regolamentati per poter operare nei mercati finanziari quali:*

- a) Banche;*
- b) Imprese d'investimento;*
- c) Altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati;*
- d) Imprese di assicurazione;*
- e) Organismi d'investimento collettivo e società di gestione di tali organismi;*
- f) Fondi pensione e società di gestione di tali fondi;*
- g) I negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci;*

³⁵ Secondo l'art. 6, comma 2-quater, lettera d), del TUF definisce come controparti qualificate: 1) le Sim, le imprese di investimento UE, le banche, le imprese di assicurazione, gli OICR, i gestori, i fondi pensione, gli intermediari finanziari iscritti nell'albo previsto dall'articolo 106 del Testo Unico bancario, le società di cui all'articolo 18 del Testo Unico bancario, gli istituti di moneta elettronica, le fondazioni bancarie, i Governi nazionali e i loro corrispondenti uffici, compresi gli organismi pubblici incaricati di gestire il debito pubblico, le banche centrali e le organizzazioni sovranazionali a carattere pubblico; 2) le altre categorie di soggetti privati individuati con regolamento dalla Consob, sentita Banca d'Italia, nel rispetto dei criteri di cui alla direttiva 2014/65/UE e alle relative misure di esecuzione; 3) le categorie corrispondenti a quelle dei numeri 1) e 2) di soggetti di paesi non appartenenti all'Unione europea.

- h) *Soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari e che aderiscono indirettamente al servizio di liquidazione, nonché al sistema di compensazione e garanzia (locals);*
- i) *Altri investitori istituzionali;*
- j) *Agenti di cambio*".³⁶

Ancora, vengono considerati clienti professionali anche: *"le imprese di grandi dimensioni che presentano almeno due dei requisiti dimensionali riportati di seguito: i) totale di bilancio: 20 000 000 euro; ii) fatturato netto: 40 000 000 euro; iii) fondi propri: 2 000 000 euro"*. Per questa seconda tipologia di cliente, l'intermediario dovrà comunicare al cliente, prima di qualsiasi tipo di operazione, la sua classificazione e che verrà trattato come tale, a meno che, assieme, non decidano diversamente.³⁷

Infine, sono definiti dalla norma clienti professionali *"gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie"*.

Per i clienti professionali sopra riportati è possibile richiedere all'intermediario o a colui che gli presta il servizio di riservare loro un trattamento quali clienti al dettaglio, fornendo dunque un livello di protezione maggiore. Per questa richiesta è necessario che venga stipulato un contratto dove vengano indicati i prodotti, i servizi e le operazioni alle quali viene applicato il trattamento da cliente al dettaglio.

Per quanto riguarda i clienti professionali su richiesta, questi hanno un diverso criterio di identificazione. Gli intermediari possono, sulla base di criteri e procedure che affronteremo di seguito, trattare come clienti professionali i soggetti, diversi da quelli elencati in precedenza, che ne facciano espressa richiesta. Oltre alle caratteristiche relative all'esperienza, alla competenza e alla conoscenza già accennate precedentemente, la norma prevede dei requisiti obbligatori per poter essere valutati come clienti professionali, i quali devono essere soddisfatti almeno due:

³⁶ Cfr. Regolamento intermediari, adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera n. 17581 del 3 dicembre 2010

³⁷ Cfr. Quattrocchio L. M., Omegna B. M., Bellando V., *Le regole di condotta dell'intermediario*, Diritto ed economia dell'impresa, Fascicolo 5, 2019

- Il cliente ha effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di dieci operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti;
- Il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi depositi in contante, deve superare 500.000 euro;
- Il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che supponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti.

Nel caso in cui la valutazione dev'essere fatta per una persona fisica, verrà fatta con riguardo alla persona autorizzata ad effettuare operazioni per loro conto e/o alla persona giuridica medesima.

A seguito della valutazione vi è una procedura specifica per procedere con la richiesta di essere assegnato come cliente professionale. Questa fase si suddivide in tre principali comportamenti da tenere:

1. Il cliente deve comunicare per iscritto all'intermediario il desiderio di essere trattato come cliente professionale;
2. L'intermediario deve avvisare i clienti delle protezioni e dei diritti di indennizzo che potrebbe perdere facendo questa scelta;
3. Il cliente deve scrivere una dichiarazione a sé stante dove sottolinea la sua volontà di procedere per essendo a conoscenza delle conseguenze derivanti dalla perdita di alcune protezioni.

Se l'intermediario, in un momento successivo, dovesse constatare che non sussistono più i requisiti per considerare i clienti come professionali deve adoperarsi per rivalutare la situazione. Pertanto, dopo l'introduzione della MiFID II, è stata sottolineata l'importanza di appartenere a specifiche categorie per poter accedere a determinati prodotti e servizi. Questo provvedimento è stato adottato per garantire una maggiore protezione agli investitori meno esperti e più vulnerabili.

2.3 La tutela dell'investitore

L'intermediario finanziario nei confronti dell'investitore ha dei precisi doveri determinati dal legislatore e dalla giurisprudenza che, seppur complementari, hanno degli approcci differenti. Da un lato, abbiamo il legislatore che persegue una strada più minuziosa che si concentra principalmente sui doveri contrattuali e precontrattuali. Dall'altro, abbiamo la

giurisprudenza che si basa su dei concetti più generici come ad esempio la correttezza, la diligenza e la trasparenza. Fu successivamente la MiFID e le direttive successive che attuarono delle norme di condotta essenziali a carico dell'intermediario³⁸:

- La **know your customer rule**, ovvero la necessità per l'intermediario di ricevere da parte del cliente una serie di informazioni che possano portarlo ad una conoscenza più approfondita dell'intermediario;
- La **suitability rule**, ovvero l'obbligo per l'intermediario di accertarsi che il prodotto richiesto dall'investitore sia compatibile con il suo profilo;
- La **best execution rule**, in questo caso l'intermediario ha l'obbligo di somministrare al cliente il miglior prodotto possibile;
- La **antichurning rule**, la quale prevede che l'intermediario neghi il compimento di talune operazioni se dovesse ritenerle rischiose e se esponessero il risparmiatore a dei rischi particolari.

Un elemento ritenuto essenziale per la tutela del cliente e per garantire una capacità di scelta è l'elemento informativo. Infatti, le decisioni che vengono prese dagli investitori si basano sul modo in cui recepiscono l'informazione, sul suo significato e sulla sua comprensione. Questa tipologia di obbligo per l'intermediario è prevista dall'art. 21 del TUF che sancisce: “nella prestazione dei servizi di investimento e accessori, i soggetti abilitati devono: a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati; c) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti; d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività”.

È necessario, però, creare un equilibrio tra la quantità delle informazioni che vengono fornite al cliente e la qualità delle stesse, questo per evitare che vengano occultate informazioni che potrebbero risultare essenziali per l'investitore o che vengano sfruttati i bias cognitivi a vantaggio dell'intermediario sovraccaricando l'investitore di

³⁸ Cfr. Quattrocchio L. M., Omegna B. M., Bellando V., Le regole di condotta dell'intermediario, Diritto ed economia dell'impresa, Fascicolo 5, 2019

informazioni.³⁹ Tutto ciò è volto a tutelare l'investitore e a garantire che esso sia a conoscenza dei rischi che si sta assumendo, quindi le informazioni fornite sono basate soprattutto sulla conoscenza e sull'esperienza che ha l'investitore, meno esperienza avrà e più informazioni l'intermediario sarà tenuto a fornire. A favore di ciò si sono espresse anche la MiFID I e la MiFID II, la prima prevede che vengano fornite all'investitore delle informazioni precise che gli permettano di valutare l'investimento sia prima di compierlo che a posteriori. Mentre con la MiFID II c'è stato un cambio di focus soffermandosi sulla raccolta delle informazioni necessarie per valutare la coerenza e l'adeguatezza del prodotto finanziario, come la conoscenza dei vari strumenti finanziari, la situazione finanziaria dell'investitore e i suoi obiettivi di investimento. Risulta quindi importante per l'intermediario capire la tolleranza al rischio dell'investitore e la sua capacità di sostenere le relative perdite.

2.4 La profilatura della clientela

Come abbiamo già potuto comprendere in precedenza, negli anni la normativa relativa alla consulenza finanziaria ha subito diverse modifiche. Fu così che le autorità di vigilanza dei mercati finanziari decisero di porre attenzione al questionario MiFID, ovvero lo strumento con il quale i consulenti finanziari rilevano le informazioni utili relative al cliente e valutano l'adeguatezza degli strumenti finanziari proposti. Ma non cambiò solo la normativa negli anni, vi furono infatti diverse modifiche che vennero apportate al questionario. Facendo riferimento allo studio della Consob del 2022⁴⁰ si può evincere che rispetto al 2012 gli strumenti utilizzati per la rilevazione delle informazioni e dell'adeguatezza del profilo del cliente risultano migliori, questo sia a livello di comprensibilità che a livello di contenuti. Tuttavia, vi sono ancora dei margini di miglioramento, in quanto per il momento permangono, sia a livello di struttura che a livello di modalità di calcolo del profilo di rischio, degli elementi da migliorare ed aggiornare allo stile di vita dell'investitore medio. Ad esempio, facendo riferimento al primo punto, nel questionario risultano presenti ancora molti quesiti basati sull'auto-

³⁹ Cfr. Liace G., L'investitore tra deficit informativi e bias comportamentali, Banca Impresa Società, Fascicolo 3, dicembre 2018

⁴⁰ Cfr. Adria F., Linciano N., Quaranta F., Soccorso P., Profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza, Follow up dello studio del 2012 su un campione di intermediari italiani, Consob, 2022

valutazione delle proprie conoscenze finanziarie, in tal modo non sempre si ha una rappresentazione veritiera delle effettive conoscenze dell'investitore.

Rispetto al 2012 si è resa necessaria l'integrazione di alcuni aspetti per poter ottenere una profilatura del cliente migliore:

- La comprensione dei concetti finanziari principali;
- La creazione di domande esplicite per la rilevazione della tolleranza al rischio;
- L'inserimento di domande per definire le preferenze dei clienti su tematiche ESG.

Oltre a queste modifiche apportate nel tempo, l'ESMA con gli Orientamenti in parola, ovvero dei meccanismi con il quale l'ESMA mira a promuovere una migliore interpretazione e delle linee guida relative agli approcci di vigilanza per i requisiti richiesti dalla MiFID II, ha reso noto alcuni punti di interesse per gli intermediari al fine di una migliore valutazione del questionario. Di seguito ne riporto alcuni:

- Bisogna verificare che il questionario risulti completo, chiaro e comprensibile, cercando di evitare l'utilizzo di un linguaggio troppo tecnico e ingannevole;
- Assicurarsi che il formato del questionario non influenzi le decisioni degli investitori;
- Porre maggiore attenzione sull'ordine in cui vengono poste le domande per sfruttare una maggiore efficacia;
- Non dovrebbe essere offerta l'opzione di non rispondere per poter garantire una maggiore raccolta delle informazioni essenziali.

Il questionario di adeguatezza è suddiviso in quattro sezioni: **a.** Dati anagrafici, **b.** esperienza e conoscenza nel settore di investimento, **c.** situazione finanziaria, **d.** gli obiettivi di investimento.

La Direttiva di attuazione per ampliare la conoscenza dell'investitore ad ogni informazione sopra richiesta aggiunge alcuni quesiti. Per quanto riguarda l'esperienza e la conoscenza in ambito degli investimenti, sono previste delle domande relative a⁴¹:

- 1a) Operazioni, servizi e strumenti finanziari con i quali ha già dimestichezza;
- 1b) Volume, frequenza e la natura delle operazioni in strumenti finanziari che ha realizzato e il periodo durante il quale sono state fatte;
- 1c) Livello di istruzione e professione svolta.

⁴¹ Cfr. Linciano N., Soccorso P., Assessing investors' risk tolerance through a questionnaire, Discussion papers, Consob, 2012

Per quanto riguarda la situazione finanziaria si possono includere informazioni riguardanti:

- 2a) Ammontare e fonte del reddito;
- 2b) Attività, comprese quelle liquide;
- 2c) Possesso di beni immobili e/o investimenti;
- 2d) Impegni finanziari regolari.

Per gli obiettivi di investimento l'intermediario può raccogliere ulteriori informazioni riguardanti:

- 3a) Orizzonte temporale dell'investimento;
- 3b) Preferenze in materia di rischio;
- 3c) Finalità dell'investimento.

Quelli sopra elencati sono le informazioni base richieste all'interno dei questionari, ma la loro struttura può risultare diversa in base al servizio di consulenza proposto dai diversi intermediari.

Di seguito viene riportata una tabella riepilogativa dove vengono messe a confronto le variabili proposte dalle Direttive e quelle previste dalla letteratura.

Figura 6 - Confronto tra Direttive e letteratura

MiFID		Letteratura	
Items	Variabili	Items	Variabili
		caratteristiche socio-demografiche	genere età stato civile stato di famiglia e previsioni di variazioni del nucleo di familiari a carico
esperienze e conoscenze	professione istruzione natura, volume, frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza	esperienze e conoscenze	professione istruzione esperienza precedente in materia di investimento esiti delle scelte d'investimento precedenti (positivo / negativo) conoscenza dei prodotti finanziari conoscenza del funzionamento dei mercati finanziari <i>trade off</i> rischio-rendimento dimensioni del rischio (credito/mercato/cambio) diversificazione di portafoglio percezione delle probabilità <i>overconfidence</i> e ottimismo
situazione finanziaria	investimenti e beni immobili; attività, comprese le attività liquide fonte ed entità del reddito regolare impegni finanziari regolari	situazione finanziaria	investimenti e beni immobili; attività, comprese le attività liquide fonte ed entità del reddito regolare impegni finanziari regolari altri impegni finanziari (previsioni e aspettative di variazioni delle spese regolari)
obiettivi d'investimento	periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento finalità dell'investimento preferenze in materia di rischio profilo di rischio	obiettivi d'investimento tolleranza al rischio	periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento preferenze verso il tempo (tasso di sconto/grado di impazienza) esigenze di liquidità finalità dell'investimento ammontare (in rapporto alla ricchezza/reddito) atteggiamento verso il rischio (rischio oggettivo) capacità emotiva di assumere rischio (rischio soggettivo) avversione alle perdite

Fonte: Linciano N., Soccorso P., *Assessing investors' risk tolerance through a questionnaire, Discussion papers, Consob, 2012*

Questo confronto evidenzia come il contenuto del questionario di adeguatezza dovrebbe essere ampliato con le indicazioni proposte dalla letteratura per poter essere definito efficace e completo.

Come possiamo evincere dall'indagine svolta da Carluccio, Cucurachi, Maspero, Pomante e Accenture abbiamo ad un'analisi più approfondita delle varie aree del questionario, la Figura 1 rappresenta uno specchio di come viene sfruttato sul campione prescelto. I risultati riportati nella tabella sottolineano come alcune informazioni vengano ritenute più importanti rispetto ad altre. Possiamo, infatti, notare come l'età venga presa in considerazione solo dal 70% del campione, ancorché ritenuta importante dagli Orientamenti dell'ESMA. Un altro esempio potrebbe essere quello per cui il 60% del campione richiede solo informazioni relative alla perdita massima accettabile e solo il 30% si interessa del rendimento minimo che il cliente si aspetta. Quest'ultima

informazione potrebbe risultare essenziale comprendere maggiormente la relazione tra il rendimento e il rischio che l'investitore considera desiderabile per il proprio investimento.⁴²

Dall'indagine emerge che gli intermediari preferiscono affrontare il concetto di rischio con una metodologia di tipo qualitativo piuttosto che quantitativo, ponendo l'attenzione su nozioni teoriche piuttosto che su esempi pratici come l'applicazione del rischio atteso su varie tipologie di investimento. Strettamente collegato a coloro che richiedono nel questionario il rendimento minimo notiamo come solo il 30% degli intermediari sottoposti a indagine abbiano richiesto ai propri clienti il loro orizzonte temporale relativo all'investimento sul quale l'intermediario calcola il rischio.

In conclusione, l'indagine afferma che lo scopo del questionario è quello di assegnare un punteggio all'investitore, in base alle risposte date, per potergli assegnare un profilo di rischio, come ad esempio prudente, moderato, bilanciato o dinamico.

⁴² Cfr. Carluccio E., Cucurachi P., Maspero D. Pomante U., Ajello F., Stefani M., Profilatura del cliente, costruzione dei portafogli e verifica di adeguatezza: sfide ancora aperte, 2022, Bancaria

Figura 7 - Le aree del questionario

Le aree presidiate dal questionario di profilatura		
Aree di indagine presidiate	Aspetti indagati	% di intermediari finanziari che indagano tale aspetto
Informazioni di natura non finanziaria	Stato civile	20%
	Età	70%
	Composizione del nucleo familiare	80%
	Livello di educazione	100%
	Altro (specificare)	70%
La conoscenza e l'esperienza maturata dal cliente sui seguenti strumenti/ prodotti finanziari	Liquidità	40%
	Titoli obbligazionari governativi	90%
	Titoli obbligazionari corporate	90%
	Azioni	80%
	Fondi comuni di investimento	80%
	Fondi di Private equity	50%
	Fondi di Private debt	30%
	Hedge funds	50%
	Commodities	20%
	Fondi di Real estate	10%
	Certificati	70%
	Derivati	80%
	Valute	30%
La situazione finanziaria del cliente	Prodotti strutturati	70%
	Altro (specificare)	50%
	Tipo di occupazione	80%
	Reddito annuo	70%
	Spese correnti	20%
	Patrimonio finanziario	60%
	Patrimonio immobiliare	90%
Gli obiettivi dell'investimento	Debiti/mutui/finanziamenti	80%
	Necessità di copertura	0%
	Altro (specificare)	80%
	Orizzonte temporale	90%
	Massima perdita tollerabile	60%
Altro (specificare)	Rendimenti minimo richiesto	30%
	Altro (specificare)	70%
	Altro (specificare)	10%

Fonte: Carluccio E., Cucurachi P., Maspero D., Pomante U., Ajello F., Stefani M., *Profilatura del cliente, costruzione dei portafogli e verifica di adeguatezza: sfide ancora aperte*, *Bancaria 11*, 2022

2.5 Il ruolo del consulente finanziario

Come accennato all'inizio del capitolo, negli anni la consulenza finanziaria ha subito diverse modifiche riguardo alla sua definizione. Passando da una consulenza qualificata come accessoria, ossia funzionale al collocamento o alla gestione degli ordini, ad una definizione molto più ampia volta alla soddisfazione e all'interesse del cliente.

Questa diversa riqualificazione ha portato anche ad una definizione differente di consulenza. Avendo come base la direttiva MiFID I, l'art. 1, comma 5-septies del TUF definisce la consulenza secondo 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.*⁴³

Tramite questo articolo si arriva dunque a una definizione univoca del servizio di consulenza, si pone particolare attenzione sul significato di raccomandazione. Infatti, il servizio non può più essere reso riportando dei meri fatti, ma dev'essere strutturato sotto forma di suggerimento, consiglio, volto soprattutto alla formulazione di una valutazione o un giudizio sui fatti accaduti, che aiutano il cliente alla scelta dell'investimento.

Andando ad esaminare nel dettaglio gli elementi che contraddistinguono questo servizio ne troviamo tre di particolarmente rilevanti.

L'elemento della personalizzazione del servizio

Questo costituisce un requisito imprescindibile, perché la consulenza per essere ritenuta tale non può presentare solo il requisito di adeguatezza, ma dev'essere per forza personalizzata; è appunto per questo motivo che non possono essere fatte rientrare nel concetto di consulenza i prodotti che si rivolgono a soggetti non identificati attraverso raccomandazioni generali e che sono sponsorizzati tramite canali non convenzionali, come ad esempio pubblicità, internet, ecc...

Vero è che, se un cliente viene a conoscenza di questo prodotto tramite queste modalità e chiede una consulenza in merito, sarà poi l'analisi di adeguatezza che capirà se lo strumento finanziario è adatto al profilo del cliente.

Il prodotto delle raccomandazioni

L'art 1, comma 5-septies, del TUF stabilisce che l'oggetto delle raccomandazioni è "*uno preciso strumento finanziario*", pertanto non si può considerare tale una raccomandazione che ha come contenuto un servizio di investimento (come, ad esempio, la gestione dell'amministrato), bensì dovrà trattarsi di un preciso strumento finanziario, come ad esempio un'azione piuttosto che un'obbligazione.

L'indipendenza oggettiva

Avendo posto che il consulente deve prestare un servizio personalizzato relativo ad un preciso strumento finanziario, va dunque esaminata la questione sulla vasta gamma di

⁴³ Art. 1, comma 5-septies, TUF

prodotti. In tal senso non vi è un obbligo di proporre strumenti di investimento vari. Alcuni intermediari possono semplicemente avvalersi del servizio dei loro promotori finanziari per collocare i prodotti emessi direttamente da loro. Non vi è un obbligo in tal senso nel dover per forza selezionare un'ampia gamma di strumenti da dover offrire al cliente. L'unico obbligo che ha il promotore è quello di informare l'investitore del servizio "limitato" che offre.

La MiFID I estese la possibilità di svolgere servizi di consulenza anche a persone che non facevano parte della categoria di soggetti abilitati, purché non detengano denaro o strumenti finanziari appartenenti alla clientela.

Quindi venne concesso anche per:

- Le persone fisiche iscritte all'Albo di competenza che detengono determinati requisiti (patrimoniali, indipendenza, professionalità e onorabilità);
- Le società, s.p.a. o s.r.l., che oltre all'iscrizione all'Albo abbiano i requisiti necessari.

Emerge così la figura del consulente indipendente, regolata dall'art. 24 comma 7 della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II), che può essere definito in base anche alla modalità di retribuzione:

- il **consulente *fee only***, che non percepisce commissioni dalle case di gestione per la vendita di alcune tipologie di strumento finanziario, la sua unica parcella è quella relativa al servizio fornito al cliente;
- il **consulente *non fee only***, ovvero che riceve la remunerazione in base alla collocazione dei prodotti finanziari venduti.

Risulta necessario, dunque, distinguere tra due categorie di soggetti: da un lato abbiamo i consulenti che agiscono senza conflitti di interesse, cioè persone fisiche e società iscritte all'Albo che rispettano i requisiti dettati dalla legge visti in precedenza e che svolgono i loro servizi senza avere un legame con l'emittente dei prodotti finanziari offerti; dall'altro lato, invece, abbiamo le banche o le SIM, che operano tramite i promotori finanziari che promuovono la vendita di servizi e/o prodotti finanziari dell'intermediario. ⁴⁴

⁴⁴ Cfr. Di Mascio A., La consulenza finanziaria: regolamentazione, modelli di servizio e pianificazione finanziaria, Egea, 2016

Tabella 1 - Caratteristiche divergenti tra consulente indipendente e promotore finanziario

	Consulenza finanziaria indipendente	Promotori finanziari	Promotori finanziari con mandato da parte della banca/SIM
Soggetti abilitati	Tutti, ad esclusione dei promotori finanziari con mandato.	Promotori finanziari.	Promotori finanziari con mandato.
Rapporto con il cliente	Il rapporto dev'essere personalizzato e basato sulla conoscenza del profilo dell'investitore.	Ambito di collocamento e promozione di prodotti finanziari.	Il promotore viene usato dall'intermediario per svolgere un servizio di consulenza, in quanto tra l'intermediario ed il cliente non vi è nessun tipo di rapporto.
Conflitti di interesse	Non sono presenti	Il promotore ha l'obbligo di collocare i prodotti offerti dall'intermediario, pertanto, potrebbe scegliere quello che gli garantisce una provvigione maggiore.	Il conflitto di interesse viene evidenziato all'investitore per iscritto.
Limiti all'offerta di consulenza	Il consulente indipendente non	Il promotore è limitato ai soli	Possono essere proposti strumenti

	ha limiti per quanto riguarda la gamma di prodotti che può proporre per un investimento.	strumenti che vengono distribuiti dall'intermediario.	anche non adeguati ai fabbisogni del cliente.
--	--	---	---

Fonte: Armellini C., Maino L., Romano G., Guida del sole 24 ore alla consulenza finanziaria indipendente, 2008

Una maggiore attenzione dev'essere posta alla consulenza finanziaria nel contesto economico contemporaneo, che riveste un ruolo essenziale, in quanto fornisce ai clienti al dettaglio un modello di riferimento che li orienta nelle scelte di investimento. In questo contesto il consulente finanziario emerge come figura chiave. Pur essendo esperto di mercati e investimenti, per il cliente appare come guida per ciò che concerne le decisioni finanziarie personali.

Uno dei gli aspetti che caratterizza il servizio del consulente finanziario è la **pianificazione finanziaria**.⁴⁵ Questa porta a uno sviluppo comportamentale e intellettuale dei clienti, che li aiuta a essere consci dei fabbisogni personali e della famiglia, e a definire i progetti di vita. In tutto ciò il consulente ha il compito di guidare l'investitore a sfruttare le risorse che ha, in base alle sue esigenze e alle sue priorità.

Il consulente aiuta il cliente attraverso i seguenti passi:

1. definizione degli obiettivi;
2. verifica della disponibilità economica;
3. scelta delle strategie da adottare, per sfruttare al meglio la disponibilità;
4. creazione del portafoglio e l'investimento;
5. monitoraggio nel tempo della posizione.

Un elemento di fondamentale importanza per il consulente finanziario è quello di ottenere la fiducia dell'investitore. Per riuscirci deve porsi immedesimarsi nell'investitore e capirne i bisogni attuali e futuri. Deve diventare un esperto della vita del cliente, sapendo stimare, ad esempio, il costo per la nascita di un bambino, i costi per sostenere gli studi, piuttosto che gli oneri legati ad un mutuo per l'acquisto di un immobile. In aggiunta, il consulente dev'essere in grado di governare anche le emozioni e le tensioni dei clienti. Un

⁴⁵ Cfr. Bulgarini P., La pianificazione finanziaria

esempio lampante e quello riportato dai dati della Relazione Annuale 2020 dell'OCF (Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari): seppur ci fosse in una situazione fragile, dovuta alla pandemia da Covid-19, la raccolta annua del 2020 e del primo trimestre del 2021 risultò in crescita, questo perché i consulenti hanno dimostrato la capacità di sapersi relazionare con i clienti e portarli a fare scelte consapevoli nonostante il contesto sfavorevole. Se il consulente non è in grado di adempiere a questi bisogni, difficilmente sarà in grado di svolgere un servizio utile. Risulta, quindi, importante il rapporto che si instaura tra le due parti, difatti l'obiettivo non deve essere solo quello di vendere e/o collocare alcuni prodotti finanziari, ma deve essere soprattutto quello di gestire il portafoglio, attraverso delle movimentazioni che risultano idonee al profilo e alla propensione al rischio.

Il consulente finanziario può, altresì, essere definito anche come "medico" dei soldi, viene paragonato alla medicina in quanto gli investitori, come i pazienti, non hanno, almeno non tutti, le capacità e le conoscenze adeguate a poter investire in autonomia. In questo caso abbiamo i medici (i consulenti finanziari) che aiutano gli investitori ad investire ponendo la fiducia e il loro patrimonio nelle mani di un professionista.

La fiducia gioca un ruolo cruciale perché permette all'investitore di poter affidare la gestione del suo denaro ad un terzo. Inoltre, se un investitore si fida del suo consulente finanziario è statisticamente più propenso ad assumere maggiori rischi che posso portare ad ottenere dei rendimenti molto più alti. La consulenza finanziaria e la gestione del denaro rappresentano, dunque, dei servizi importanti in quanto la domanda di queste attività è cresciuta nel tempo, come è cresciuta la fiducia verso i mercati e la propensione degli investitori di immettersi nel mercato.⁴⁶

2.6 La funzione del consulente come educatore finanziario

L'OCSE (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico) ha definito l'educazione finanziaria come *"un processo attraverso il quale i consumatori, i risparmiatori e gli investitori migliorano le loro capacità di comprensione dei prodotti finanziari e dei concetti che ne sono alla base e attraverso istruzioni, informazioni, consigli sviluppano attitudini e conoscenze atte a comprendere i rischi e le opportunità di fare scelte*

⁴⁶ Cfr. Gennaioli N., Shleifer A., Vishny R., Money Doctors, The Journal of Finance, Volume 70, 2015, pp. 91-114.

*informate, dove ricevere supporto o aiuto per realizzare tali scelte e per le azioni da intraprendere per migliorare il proprio stato e il livello di protezione".*⁴⁷

Questa definizione va oltre il concetto di consulenza, che è stato trattato finora, e pone invece l'attenzione sulla necessità di dare all'investitore l'adeguata istruzione riguardo le materie finanziarie. Pertanto, non si sofferma più nel fornire dei consigli e delle nozioni relative ai prodotti finanziari o al contesto di riferimento, bensì si cerca di portare il cliente a essere più consapevole riguardo alle operazioni che ha intenzione di compiere. L'educazione finanziaria dovrebbe andare a completare la normativa che regola la consulenza finanziaria, promuovendo ancor di più la protezione degli investitori. Un programma di educazione finanziaria standardizzato potrebbe risultare non adeguato poiché i clienti potrebbero richiedere diversi approcci in base al livello di alfabetizzazione finanziaria. Questo dovrebbe essere un processo continuo, che si evolve in base al target di riferimento, tenendo conto anche dell'evoluzione dei mercati e delle esigenze, che variano in base alla fase di vita in cui un investitore si trova. Queste iniziative dovrebbero essere assecondate e portate avanti da tutte le istituzioni, come lo Stato, le istituzioni finanziarie, le istituzioni scolastiche, gli intermediari finanziari e i consulenti. Diverse possono essere le occasioni per promuovere questa tipologia di educazione, da una semplice manifestazione, a dei corsi online dedicati oppure attraverso l'inserimento di giornate o materie dedicate negli istituti scolastici. È molto importante però che il ruolo fondamentale dell'educazione finanziaria arrivi anche alle persone interessate, perché sono queste che, nel tempo, devo tenersi aggiornate, dato l'evolversi continuo sia del contesto finanziario che, più semplicemente, dei loro bisogni.

Il consulente riveste un ruolo cruciale a riguardo: attraverso il servizio che fornisce al cliente, grazie alla posizione di fiducia e alla relazione che ha costruito, può contribuire in maniera significativa all'educazione dell'investitore in materia finanziaria. Il consulente si occupa di⁴⁸:

1. Trasferire delle conoscenze;

⁴⁷ Cfr. OCED, Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness, 2015

⁴⁸ Cfr. Assoreti, il ruolo del consulente finanziario per lo sviluppo dell'educazione finanziaria del Paese e per la gestione dei nuovi rischi informatici, 2023

2. Fare una selezione delle informazioni da fornire per non sovraccaricare l'investitore e confonderlo;
3. Correggere eventuali bias cognitivi.

Secondo un'indagine della CONSOB, svolta nel 2021, c'è una scarsa propensione alla pianificazione finanziaria, soprattutto se si parla di orizzonti temporali di medio-lungo termine. È proprio qui che entra in gioco il ruolo di educatore del consulente che, oltre a guidare le scelte di investimento di un cliente, si occupa di:

- Tutelare l'investimento del cliente cercando di incanalare il patrimonio verso forme che garantiscano il mantenimento del potere di acquisto;
- Indirizzare il cliente, tenendo conto degli obblighi di profilatura, verso forme più proficue di investimento;
- Portare a conoscenza del cliente l'importanza della diversificazione del portafoglio, attraverso una panoramica dei vari servizi finanziari.

Il vero problema però sta alla base di questi concetti. Infatti, gli studiosi della materia, si dividono secondo due posizioni differenti: quelli che sostengono che i servizi di consulenza possono sostituirsi all'educazione finanziaria e quelli, invece, che supportano la tesi per cui la consulenza dev'essere complementare all'educazione. Coloro che sostengono quest'ultima tesi sottolineano come all'aumentare del livello di educazione finanziaria aumenti anche la richiesta di consulenza.⁴⁹

Basandoci sulla ricerca fatta da Calcagno e Monticone notiamo come i consulenti finanziari siano propensi a fornire più informazioni agli investitori che hanno un livello di educazione finanziaria maggiore. Tale fenomeno è paragonabile a ciò che in sociologia è noto come "effetto Matthew", ovvero la situazione in cui i ricchi diventano più ricchi e i poveri diventano più poveri. La ricerca presenta un modello dove si mostra come gli investitori con un'educazione finanziaria minore sono più propensi a delegare al consulente la gestione e, soprattutto, la scelta del portafoglio; mentre quelli più informati cercano una vera e propria consulenza, con una bassa probabilità che questi deleghino la costruzione del portafoglio al consulente. Oltre al livello di educazione finanziaria, questo studio ha tenuto conto di diverse variabili, come ad esempio l'età, gli anni di istruzione, la fiducia verso il consulente, il reddito e il sesso. Prendendo come esempio quest'ultima

⁴⁹ Cfr. Calcagno R., Monticone C., Financial literacy and the demand for financial advice, *Journal of Banking & Finance*, Volume 50, gennaio 2015, pp. 363-380

variabile ciò che evidenzia questo studio è che le donne sono più propense a delegare la scelta dell'investimento, questo è dovuto soprattutto alla loro autostima. Perché tipicamente le donne risultano meno sicure di sé rispetto agli uomini e quindi meno propense a investire autonomamente. Il loro modello mostra come un consulente, pur offrendo uno stesso prodotto finanziario, nel trovarsi di fronte un investitore poco informato sarà meno propenso a fornire determinate informazioni, che invece condivide con l'investitore più informato.

I due ricercatori hanno confermato con l'analisi empirica la loro teoria: la consulenza finanziaria può essere efficace, ma spesso è influenzata dal livello di educazione del cliente. È per questo che lo sviluppo dell'educazione finanziaria è importante, perché sanando le lacune degli investitori si può arrivare al punto in cui saranno in grado di prendere decisioni corrette, anche in presenza di consulenti qualificati.

Concludendo, seppur la scarsa alfabetizzazione finanziaria possa rappresentare uno svantaggio per l'investitore, in quanto rende difficile la comprensione dei consigli che egli riceve, non rappresenta un ostacolo nel poter richiedere una consulenza finanziaria. I risultati riportati da questa ricerca forniscono una buona motivazione per implementare diverse iniziative relative all'educazione finanziaria.⁵⁰

È opportuno, pertanto, che vi sia un investimento anche per quel che riguarda l'educazione finanziaria, promuovendola a livello nazionale, sia all'interno degli istituti scolastici che nei luoghi di lavoro, cercando di ridurre lo stigma delle persone verso questo settore.

2.7 L'importanza dell'educazione finanziaria

I mercati finanziari sono diventati sempre più accessibili ai piccoli investitori rendendo, dunque, necessario il loro coinvolgimento nelle scelte. Si è passati dall'affidare la propria pensione agli istituti di previdenza a doverla implementare con piani pensionistici individuali, decidendo quanto risparmiare e dove investirli.⁵¹

Affiora, dunque, una competenza essenziale per gli investitori: l'alfabetizzazione finanziaria. Questo concetto viene spesso usato come sinonimo di educazione o

⁵⁰ Cfr. Calcagno R., Monticone C., Financial literacy and the demand for financial advice, *Journal of Banking & Finance*, Volume 50, gennaio 2015, pp. 363-380

⁵¹ Cfr. Lusardi A., Mitchell O. S., The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence, Global Financial Literacy Excellence Centre, GFLEC Working Paper Series No. 2014-001

conoscenza finanziaria. Tuttavia, sono termini concettualmente diversi. Uno studioso sostiene che l'alfabetizzazione finanziaria contiene due grandi dimensioni:⁵²

1. La comprensione, che può essere definita altresì come l'alfabetizzazione finanziaria personale, ovvero l'educazione finanziaria;
2. Il suo utilizzo, ovvero il saper applicare la propria conoscenza nella gestione quotidiana delle finanze personali.

Quindi, l'alfabetizzazione finanziaria dovrebbe aiutare gli individui nelle decisioni finanziarie informate, consentendo loro di analizzare rischi e benefici di un investimento e saperli gestire in base alle proprie esigenze.

La crisi finanziaria del 2008 ha messo in evidenza quattro importanti fattori relativi all'educazione finanziaria:⁵³

1. Un livello di conoscenza inadeguato molto diffuso che porta gli individui a compiere scelte sbagliate;
2. I problemi finanziari possono essere radicati in scelte compiute molti anni prima e scatenarsi a posteriori a seguito di alcuni avvenimenti;
3. Gli effetti degli errori in materia finanziaria possono essere deleteri per chi li commette;
4. I costi degli errori commessi relativi alla scarsa alfabetizzazione sono molto alti.

La crisi, quindi, ha messo in evidenza, rispetto al passato, gli effetti degli errori finanziari rendendo le conseguenze più evidenti. Queste conseguenze ovviamente hanno un costo che non si ripercuote solo sull'individuo che l'ha commesso ma anche a livello macroeconomico, in quanto i governi sono obbligati a sostenere famiglie in difficoltà e a salvare banche e istituzioni finanziarie.

Ci sono diversi motivi per cui l'educazione finanziaria è importante, uno tra questi è la gestione quotidiana del patrimonio finanziario personale sia nel breve che nel lungo. Tra le decisioni quotidiane che un individuo deve prendere troviamo la gestione dei risparmi, pianificare un fondo pensionistico o contrarre un debito.

Secondo delle ricerche empiriche è stato evidenziato che vi è un divario importante tra le varie fasce d'età, portando ad una relazione tra fascia d'età e conoscenza finanziaria a

⁵² Cfr. Potrich A. C. G., Vieira K. M., Kirch G., How well do women do when it comes to financial literacy? Proposition of an indicator and analysis of gender differences, *Journal of Behaviour and Experimental Finance*, Volume 17, 2018, pp. 28-41

⁵³ Cfr. Lusardi A., Come insegnare l'ABC della finanza, *LaVoce.info*, 20 aprile 2010

forma di U capovolta. Inoltre, viene riportato che dalla letteratura emerge un livello di genere con una differenza, ovvero che generalmente gli uomini hanno una conoscenza finanziaria maggiore rispetto alle donne.⁵⁴

Nel 2017 è stata condotta dalla Banca d'Italia la prima Indagine sull'Alfabetizzazione e le Competenze Finanziarie degli Italiani (IACOFI), il questionario è stato basato su quello sviluppato dall'OECD International Network of Financial Education (INFE) per la creazione di un dataset internazionale. Il questionario misurava tre principali aree: conoscenze, comportamenti e attitudini.⁵⁵

Conoscenze

Per le domande riguardanti la parte conoscitiva mirano a valutare le conoscenze base per poter prendere delle decisioni finanziarie prudenti, attraverso dei quesiti sull'interesse semplice, quello composto, l'inflazione e l'importanza della diversificazione di portafoglio.

Comportamenti

La seconda area va ad analizzare quanto sono comuni alcuni comportamenti che solitamente sono associati ad una buona gestione delle risorse finanziarie. In particolare, le domande si focalizzano su domande che valutano se le persone attraverso un budget riescono a gestire le proprie risorse finanziarie senza troppe preoccupazioni.

Attitudini

Quest'ultima area è stata sviluppata per rilevare le abitudini dei consumatori rispetto al risparmio, soprattutto nel lungo termine.

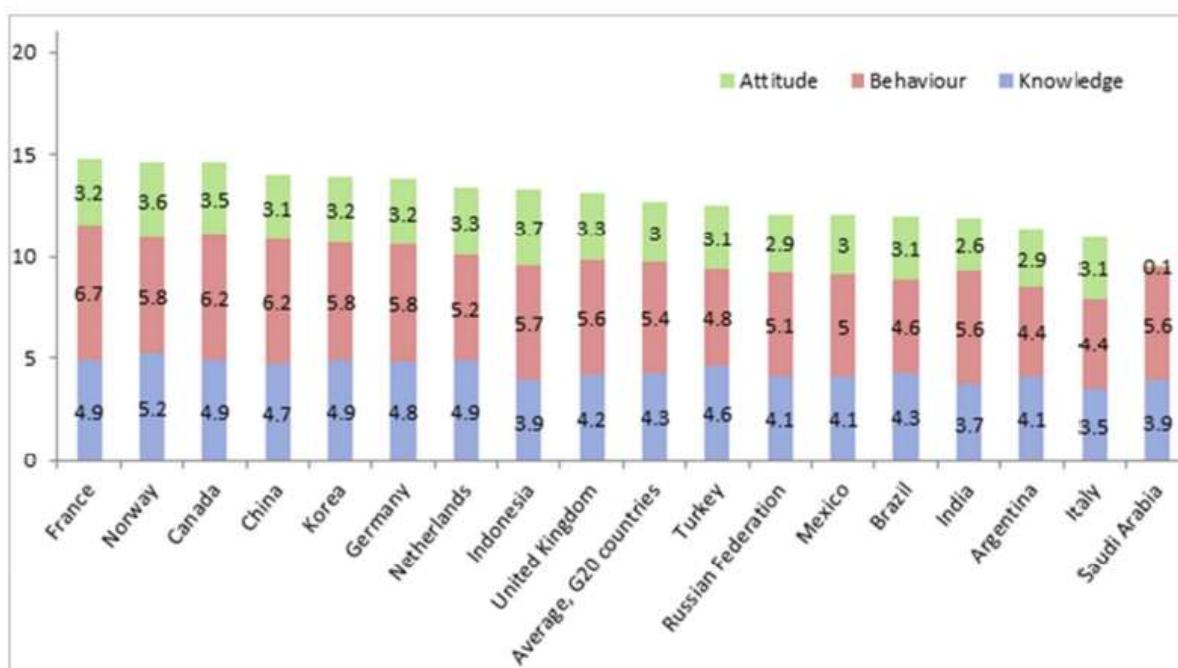
Ogni area ha un livello massimo di punteggio: 7 punti per le conoscenze, 9 per i comportamenti e 5 dalle attitudini; andando a attribuire un punteggio che varia da 1 a 21 in base alle risposte date.

Nel 2017 questo questionario ha mostrato un livello di alfabetizzazione finanziaria in Italia davvero basso rispetto ai Paesi del G20 come raffigurato nella Figura 8.

⁵⁴ Cfr. Galarza Arellano, F. B., The effect of financial education on college students' knowledge and skills, *Economia*, 2023, Volume 46(92), pp. 9-61

⁵⁵ Cfr. Di Salvatore A., Franceschi F., Neri A., Zanichelli F., Measuring the financial literacy of the adult population: the experience of Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza* nr. 435, Banca D'Italia, 2018

Figura 8 - Report di alfabetizzazione finanziaria degli adulti nei Paesi del G20



Fonte: Di Salvatore A, Franceschi F, Neri A, Zanichelli F, *Measuring the financial literacy of the adult population: the experience of Banca d'Italia*, Questioni di Economia e Finanza nr. 435, Banca D'Italia, 2018

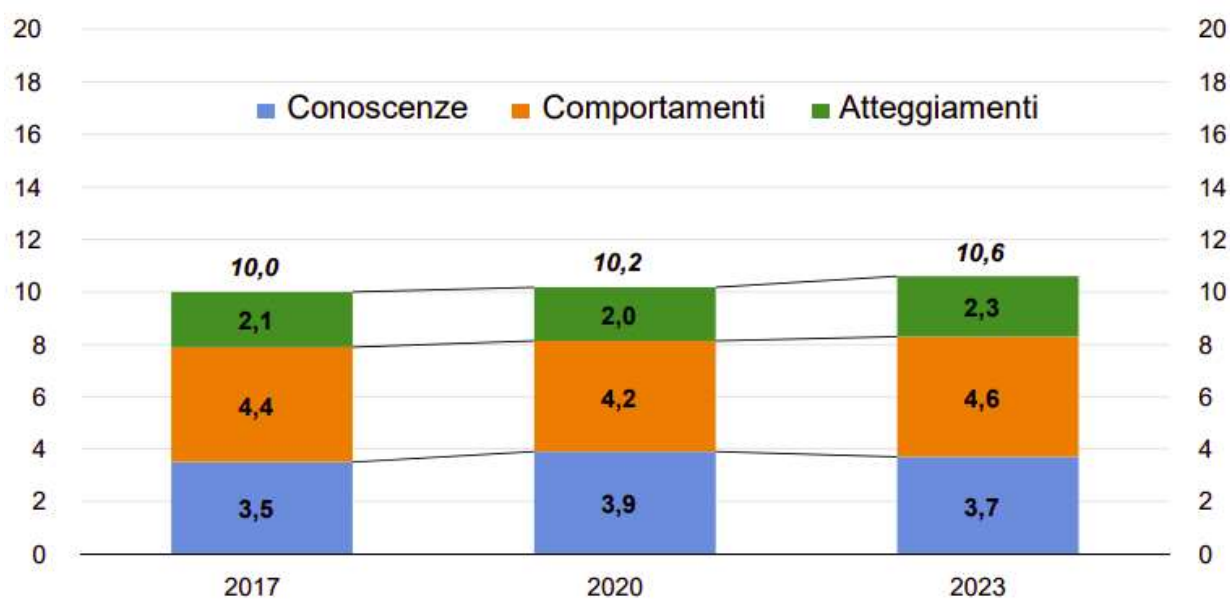
I risultati più interessanti sono che solo il 37 % degli intervistati comprende la riduzione dei rischi attraverso una diversificazione di portafoglio e solo il 23 % comprende il beneficio reale di una capitalizzazione composta.

Questa indagine viene condotta da parte della Banca d'Italia ogni tre anni e nel 2023, rispetto al 2017, il punteggio è aumentato leggermente con un risultato complessivo di 10,6 (Figura 8). In quest'ultimo caso sono state portate alla luce tre risultati interessanti, ovvero: ⁵⁶

- Vi è un importante divario di punteggio tra gli intervistati diplomati (11,0) o laureati (11,8) e coloro che hanno la licenza media (9,5);
- I punteggi minori si sono verificati soprattutto in due fasce d'età, ovvero, quella 18-34 (9,8) e gli intervistati con più di 64 anni (10,3);
- Un'importante differenza è stata evidenziata tra i generi, dove sono le donne a essere penalizzate con un punteggio di 10,4, contro il 10,8 degli uomini.

⁵⁶ Cfr. Banca d'Italia, Indagini sull'alfabetizzazione finanziaria e le competenze di finanza digitale in Italia: adulti, Statistiche, 20 luglio 2023

Figura 9 - Alfabetizzazione finanziaria in Italia il confronto negli anni



Fonte: Banca d'Italia, Indagini sull'alfabetizzazione finanziaria e le competenze di finanza digitale in Italia: adulti, Statistiche, 20 luglio 2023

Inoltre, dal 2020 è stato promosso un altro progetto (Rapporto EDUFIN) dal comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria per la raccolta di dati su temi di natura finanziaria, previdenziale ed assicurativa. Gli obiettivi di questa indagine sono: ⁵⁷

- Di divulgare l'importanza dell'educazione finanziaria;
- Avere una banca dati aggiornata sulle conoscenze, competenze e attitudini di un campione significativo.

Attraverso l'analisi dei dati derivanti dalle indagini il comitato può individuare le fasce di popolazione che necessitano di maggiore educazione finanziaria, potendo quindi modulare degli interventi mirati alle determinate casistiche.

Dalle indagini svolte negli anni è emerso l'interesse degli intervistati nell'introduzione dell'educazione finanziaria in diversi ambiti. Nel 2023 il 90,8 % degli intervistati manifestava il suo interesse nell'introduzione di questa tematica all'interno della scuola, il 79,7 % sul posto di lavoro e il 64,8 % in altri luoghi come cinema, auditorium e teatri.

La Banca d'Italia è stata una delle prime istituzioni che hanno promosso i percorsi didattici nelle scuole, che riguardano argomenti economici e finanziari. Questo progetto

⁵⁷ Cfr. BVA Doxa, Rapporto EDUFIN 2023. Educazione finanziaria: iniziamo dalla scuola

però non sempre risulta semplice da applicare, in quanto, oltre alle scuole di secondo grado che trattano già materie economiche, nelle altre scuole viene introdotto da docenti, che spesso hanno una formazione economico-giuridica, su base volontaria. Si è riscontrata quindi una divergenza tra i docenti che hanno una formazione economica-giuridica che sono più propensi ad affrontare tematiche relative all'educazione finanziaria e i docenti che non hanno avuto una formazione economica e che trovano maggiore difficoltà a proporre contenuti che divergono dalla loro preparazione.

Oltre a questo progetto, la Banca d'Italia si è avvicinata ai giovani attraverso diverse iniziative come, ad esempio, il mese dell'educazione finanziaria o il coinvolgimento di alcune classi in competizioni con tematiche assegnate.⁵⁸

Ma, oltre alle iniziative rivolte ai giovani, la Banca d'Italia ha avanzato dei progetti anche per gli adulti, tra cui delle iniziative rivolte ad un pubblico ampio e delle iniziative rivolte a gruppi specifici.

Iniziativa per il pubblico

La Banca d'Italia cerca di avvicinarsi ai cittadini soprattutto sfruttando il Portale dedicato al tema che si chiama "L'economia per tutti".

I contenuti del portale richiamano 5 aree essenziali:

1. Pagare;
2. Pianificare;
3. Investire;
4. Risparmiare;
5. Chiedere un prestito.

I contenuti vengono affrontati in svariati modi, sia attraverso video lezioni che attraverso giochi e quiz, in modo da indurre gli utilizzatori ad approfondire i concetti.

Iniziativa rivolte a gruppi specifici

È stato posto un riguardo maggiore verso alcune categorie, come ad esempio le donne, gli immigrati e le imprese di piccole dimensioni.

Le iniziative rivolte verso le donne hanno lo scopo di aiutarle non solo a colmare le lacune sui temi finanziari ma anche per aiutarle a renderle più indipendenti. Per loro sono stati pensati dei corsi con videolezioni sempre reperibili nel sito "L'economia per tutti".

⁵⁸ Cfr. De Bonis R., Guida M., Romagnoli A., Staderini A., Educazione finanziaria: presupposti, politiche ed esperienza della Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza nr. 726, Ottobre 2022

Per le piccole imprese, invece, grazie ad una collaborazione con Confartigianato e CNA la Banca d'Italia ha avviato un progetto per i piccoli imprenditori e gli artigiani che hanno un livello di educazione finanziario basso. Questo progetto prevede quattro percorsi con tematiche legate anche allo sviluppo di un'impresa, come ad esempio i rapporti con la banca o la finanza dell'impresa.

Come si può notare sia dai risultati delle indagini che dalle varie proposte della Banca d'Italia ci sono delle difficoltà ad applicare alcuni progetti come, ad esempio, la difficoltà nel raggiungere i giovani attraverso le scuole, motivo per cui sta lavorando per proporre l'inserimento come materia obbligatoria.⁵⁹

In conclusione, possiamo affermare che sono diversi i benefici che si ricaverebbero da una buona educazione finanziaria, dalla migliore gestione delle proprie finanze, al saper scegliere l'investimento più adeguato rispetto ai propri fabbisogni. Tuttavia, ad oggi il livello di educazione finanziaria rimane ancora troppo basso, soprattutto tra i gruppi più fragili, come donne, giovani e le persone con un livello di reddito ed istruzione bassi. Per questo motivo bisogna continuare ad investire sull'educazione delle persone in materia di finanza.⁶⁰

⁵⁹ Cfr. De Bonis R., Guida M., Romagnoli A., Staderini A., Educazione finanziaria: presupposti, politiche ed esperienza della Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza nr. 726, ottobre 2022

⁶⁰ Cfr. BVA Doxa, Rapporto EDUFIN 2023. Educazione finanziaria: iniziamo dalla scuola

3. Il ruolo della donna nei servizi finanziari

3.1 Introduzione

Molte ricerche, che saranno presentate in questo capitolo, hanno riportato come i pregiudizi di genere possono influenzare negativamente diversi ambiti della vita, dal lavoro, all'istruzione e alla gestione del proprio patrimonio finanziario. Questi pregiudizi sono intrinseci a norme culturali e sociali che portano gli individui fin dall'infanzia ad associare caratteristiche e ruoli femminili o maschili a determinate attività, mansioni o oggetti.

I pregiudizi di genere, inoltre, possono limitare le opportunità di apprendimento delle donne in tema di alfabetizzazione finanziaria. Questo perché gli stereotipi culturali inquadrano le donne come meno competenti rispetto agli uomini in ambito finanziario, portando le più giovani a disinteressarsi dell'argomento.

Inoltre, vedremo come le norme sociali e le tradizioni influenzino l'apprendimento delle questioni finanziarie per le donne. Le società che sono più propense al patriarcato tendenzialmente affidano il ruolo di gestione delle finanze familiari all'uomo, confinando la donna alla gestione quotidiana del denaro, limitando loro l'esposizione a questioni che potrebbero richiedere delle maggiori conoscenze finanziarie.

Nell'ambito della finanza questi pregiudizi possono influenzare le scelte degli investitori, in quanto gli uomini verranno considerati più competenti e più aggressivi negli investimenti mentre le donne, essendo considerate meno competenti, vengono catalogate come più avverse al rischio.

Infine, andremo ad analizzare come il sesso del consulente finanziario può influenzare i comportamenti dell'investitore nei suoi confronti e nelle scelte di investimento.

3.2 I pregiudizi di genere

Le decisioni finanziarie svolgono un ruolo sempre più importante nel comportamento umano. Questo sia per le donne, che negli ultimi anni sono sempre più attive nel mercato finanziario, che per gli uomini. Pur essendo, però, una caratteristica comune i

comportamenti non risultano sempre affini e quelli degli uomini spesso differiscono da quelli delle donne a causa dei ruoli di genere.⁶¹

I ruoli di genere si riferiscono alle aspettative e alle condizioni sociali su quali comportamenti, caratteristiche e responsabilità possano essere considerati socialmente appropriati per uomini e donne. Con il passare del tempo, questi ruoli hanno cominciato ad influenzare gli individui, portandoli ad associare oggetti e attività come prettamente maschili o femminili.

Gli individui, in questo modo, impararono a sfruttare gli schemi di genere, delle strutture mentali che aiutano le persone a catalogare, in base al genere, nuove informazioni dando loro una prospettiva del mondo in termini di genere. Portando così una catalogazione di ciò che può essere considerato tipicamente femminile o maschile.

Questo fenomeno può portare a delle convinzioni specifiche o alla nascita di pregiudizi di genere automatici non lasciando spazio a informazioni che potrebbero risultare incongruenti rispetto al sistema. Gli schemi di genere tendono ad influenzare la memoria di un soggetto al punto da selezionare ed eventualmente “cancellare” le informazioni che non sono congruenti con tali schemi, in modo che le informazioni che arrivano dall'esterno diventino coerenti con gli schemi di genere dell'individuo.⁶²

Le caratteristiche di genere e di età non dovrebbero essere influenti nelle decisioni finanziari dell'investitore secondo i modelli finanziari tradizionali. Ciononostante, tenendo conto della letteratura, le donne sembrerebbero risultare più avverse al rischio e con un'alfabetizzazione minore rispetto agli uomini.

Uno studio di Stendardi et. Al del 2006 ha riconosciuto che servisse un approccio diverso per poter soddisfare le caratteristiche distintive delle investitrici, portando a trattarle come una nicchia di mercato separata, adattando dunque le strategie di marketing per meglio rispondere alle esigenze delle donne.⁶³

⁶¹ Cfr. Walczak D., Pieńkowska-Kamieniecka S., Gender differences in financial behaviours, *Engineering economics*, 2018, pp. 123-132

⁶² Cfr. Sebastián-Tirado, A., Félix-Esbrí, S., Forn, C. et al. Gender Stereotypes Selectively Affect the Remembering of Highly Valued Professions. *Sex Roles* 88, pp. 326–347, 2023

⁶³ Cfr. Stendardi, E.J., Graham, J.F. and O'Reilly, M. (2006), "The impact of gender on the personal financial planning process: Should financial advisors tailor their process to the gender of the client?", *Humanomics*, Vol. 22 No. 4, pp. 223-238.

Molti studi hanno dimostrato che donne e uomini hanno un modo diverso di interagire con le informazioni e le questioni finanziarie. Solitamente gli uomini sono più selettivi quando ricevono delle informazioni, concentrandosi su informazioni che siano dominanti, disponibili e che non vadano in contrasto con la loro conoscenza. Mentre per le donne viene affermato che abbiano un'elaborazione più completa delle informazioni. Questo studio porta alla conclusione che il genere è attualmente la terza caratteristica più influente nelle decisioni di investimento, dopo l'età e il reddito.

La letteratura sostiene che esistono sostanziali differenze tra uomo e donna sia nell'elaborazione delle informazioni che nel processo decisionale e nelle scelte di investimento, risulta quindi più sensata l'adozione di un processo di pianificazione finanziaria modulato sul cliente.⁶⁴

Banca WIDIBA, in collaborazione con l'Università Cattolica del Sacro Cuore ha condotto una ricerca per analizzare gli stereotipi di genere, in particolare quelli riguardanti le donne e la gestione del denaro. Da questa ricerca sono emerse due tematiche rilevanti: ⁶⁵

1. L'influenza degli stereotipi sulle decisioni di investimento delle donne;
2. L'insicurezza delle donne nel relazionarsi con i consulenti finanziari, ostacolando la costruzione di un rapporto di fiducia.

Durante questa ricerca, è stato rilevato che gran parte della letteratura evidenzia una reale differenza di atteggiamento e comportamento verso il denaro tra uomini e donne.

Le principali differenze che contraddistinguono uomo e donna rispetto all'atteggiamento verso il denaro è che le donne vedono il denaro come un mezzo per raggiungere i propri obiettivi o quelli della famiglia, quindi un approccio più passivo. Mentre gli uomini lo considerano un simbolo di prestigio e potere, con il quale aumentare la loro desiderabilità sociale.

Nella ricerca viene evidenziato che, in media, le donne tendono ad avere un comportamento che le porta ad avere una maggiore avversione alle perdite rispetto agli uomini, cercando di salvaguardare il proprio patrimonio per il futuro.

⁶⁴ Stendardi, E.J., Graham, J.F. and O'Reilly, M. (2006), "The impact of gender on the personal financial planning process: Should financial advisors tailor their process to the gender of the client?", *Humanomics*, Vol. 22 No. 4, pp. 223-238.

⁶⁵ Cfr. Banca WIDIBA, Università Cattolica del Sacro Cuore, *Donne e denaro: una sfida per l'inclusione, una ricerca per comprendere e proporre soluzioni su un rapporto ancora controverso*, 2022

Lo studio è stato condotto per verificare se gli stereotipi di genere influenzassero le valutazioni di uomini e donne in termini di competenza, moralità nel gestire il patrimonio e self-enhancement.⁶⁶ Questo ha confermato quanto riportato nella letteratura, infatti tutti i soggetti sottoposti al questionario hanno evidenziato come la razionalità e la moralità vengano percepiti come caratteristiche principalmente individuabili in soggetti femminili, mentre il potere e il successo venga attribuito maggiormente ai soggetti maschili.

In conclusione, da questo studio emerge che la differenza di educazione finanziaria riscontrata non è imputabile all'educazione familiare, bensì al modo in cui le donne vengono considerate degli attori secondari nel contesto sociale.⁶⁷

3.3 Il gender gap in alfabetizzazione finanziaria

Come abbiamo potuto analizzare nel capitolo precedente l'alfabetizzazione finanziaria è molto importante, sia per le donne che per gli uomini, in quanto devono essere sufficientemente preparati sull'argomento per poter prendere autonomamente decisioni finanziarie per loro e la loro famiglia. Ciononostante, le donne risultano avere conoscenze relative al tema minori e dunque un accesso più limitato ad alcuni prodotti finanziari. L'alfabetizzazione finanziaria non è importante solo per migliorare la gestione del proprio patrimonio, ma risulta essenziale anche per consentire alle donne di poter scegliere di accedere a dei servizi finanziari adeguati, aiutandole nell'emancipazione economica.⁶⁸

In molti Paesi, sia sviluppati che in via di sviluppo, le donne risultano avere delle conoscenze finanziarie inferiori rispetto agli uomini (Fig. 10). Questo divario è particolarmente pronunciato tra le giovani, le vedove, le donne meno istruite e quelle

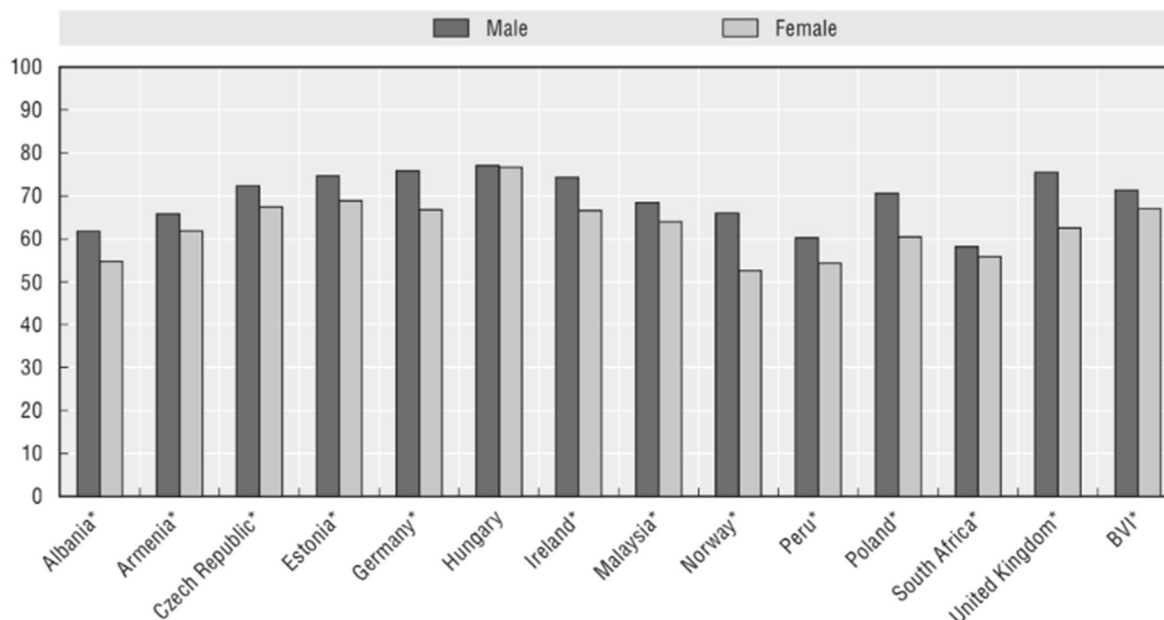
⁶⁶ Per self-enhancement viene intesa l'autoesaltazione, ovvero la percezione del successo, del potere e della realizzazione e sicurezza personale che il denaro porta. Questo perché un individuo necessita di avere una rappresentazione di sé stesso più positiva possibile proteggendosi dalle dinamiche esterne. Talvolta però questa caratteristica può portare a dei bias cognitivi, come ad esempio l'illusione del controllo.

⁶⁷ Banca WIDIBA, Università Cattolica del Sacro Cuore, Donne e denaro: una sfida per l'inclusione, una ricerca per comprendere e proporre soluzioni su un rapporto ancora controverso, 2022

⁶⁸ Cfr. OECD, Women and Financial Education: Evidence, Policy Responses and Guidance, OECD Publishing, 2013

con un reddito mediamente più basso, che mostrano maggiori lacune in termini di educazione finanziaria.

Figura 10 - Conoscenza finanziaria media per genere



Fonte: OECD, *Women and Financial Education: Evidence, Policy Responses and Guidance*, OECD Publishing, 2013

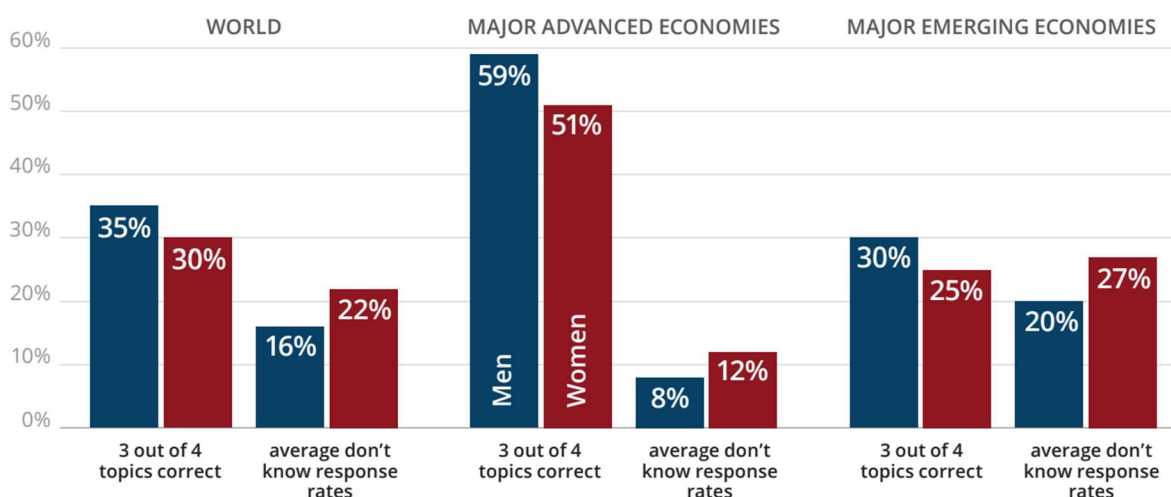
Secondo la ricerca dell'OECD le donne risulterebbero meno sicure delle loro capacità e delle loro conoscenze rispetto agli uomini. Inoltre, sembrano anche meno interessate alle questioni finanziarie, ma ciò sembra essere dovuto principalmente alla loro scarsa conoscenza dell'argomento.

Un risultato importante che emerge, esaminando le risposte degli intervistati a domande di natura economica-finanziaria, è che le donne sono molto più propense a rispondere "non so" piuttosto che provare a rispondere alle domande, rispetto agli uomini. Inoltre, risulta anche che in percentuale siano meno le donne che riescono a rispondere correttamente almeno a tre domande su quattro.⁶⁹ Ad esempio, nei paesi maggiormente sviluppati le donne che hanno una buona conoscenza finanziaria sono circa il 51 % del campione rispetto al 59 % degli uomini. Questo divario diventa più netto soprattutto nei Paesi in via di sviluppo dove le donne che riescono a rispondere correttamente alle domande di natura finanziaria sono solo il 25% rispetto al 30% degli uomini, mentre

⁶⁹ Cfr. Hasler A., Lussardi A., *The Gender Gap in Financial Literacy: A Global Perspective*, Global Financial Literacy Excellence Centre, 2017

quelle che dichiarano di non conoscere la risposta sono circa il 27 % contro il 20 % degli uomini.⁷⁰

Figura 11 – competenze finanziarie per genere: percentuali con risposte corrette o non so



Fonte: Hasler A., Lussardi A., *The Gender Gap in Financial Literacy: A Global Perspective*, Global Financial Literacy Excellence Center, 2017

Nel 2008 è stata condotta in Australia una ricerca, la “Women Understanding Money” che ha evidenziato che le donne sono molto più sicure delle loro capacità finanziarie quando si tratta di questioni quotidiane. Mentre risultano meno fiduciose quando si tratta di questioni, secondo loro, maggiormente complesse, come ad esempio gli investimenti o la garanzia di avere risparmi a sufficienza per la pensione.⁷¹

Una delle cause della bassa alfabetizzazione tra le donne è il loro scarso coinvolgimento nel processo decisione all’interno della famiglia. Questo impedisce loro di imparare attraverso la pratica, poiché chi gestisce le finanze domestiche acquisisce una maggiore conoscenza dei processi decisionali finanziari sia in ambito domestico che professionale. Di conseguenza, il partner che è meno responsabile di queste decisioni risulta meno preparato su questi temi.

⁷⁰ Cfr. Hasler A., Lussardi A., *The Gender Gap in Financial Literacy: A Global Perspective*, Global Financial Literacy Excellence Centre, 2017

⁷¹ Cfr. OECD, *Women and Financial Education: Evidence, Policy Responses and Guidance*, OECD Publishing, 2013

Questa affermazione introduce un tema culturale: diversi studi affermano che, in una cultura che assegna agli uomini il ruolo di gestire le finanze domestiche generalmente una società strutturata nel patriarcato, gli uomini sono incoraggiati, e di conseguenza le donne scoraggiate, a investire maggiormente sulla loro educazione finanziaria.⁷² Pertanto, arriviamo alla conclusione che la cultura può influenzare l'alfabetizzazione finanziaria sia direttamente che indirettamente attraverso l'istruzione, l'accesso alle informazioni e il loro utilizzo. Soprattutto nei paesi poco sviluppati o in via di sviluppo, le donne sono spesso limitate nell'apprendimento a causa di barriere istituzionali, ad esempio, le donne hanno meno probabilità rispetto agli uomini di ottenere un prestito bancario oppure, se lo ottengono, devono affrontare tassi di interesse molto più alti.⁷³

Il ruolo della cultura nel divario di genere risulta radicato in profondità e, di conseguenza, rappresenta una lacuna difficile da colmare. È probabile che questa situazione migliori solo nel momento in cui il ruolo della donna all'interno della società cambierà. Ovvero, quando vi saranno più donne nel mercato del lavoro e con professioni che permettano loro di avere maggiori responsabilità finanziarie.

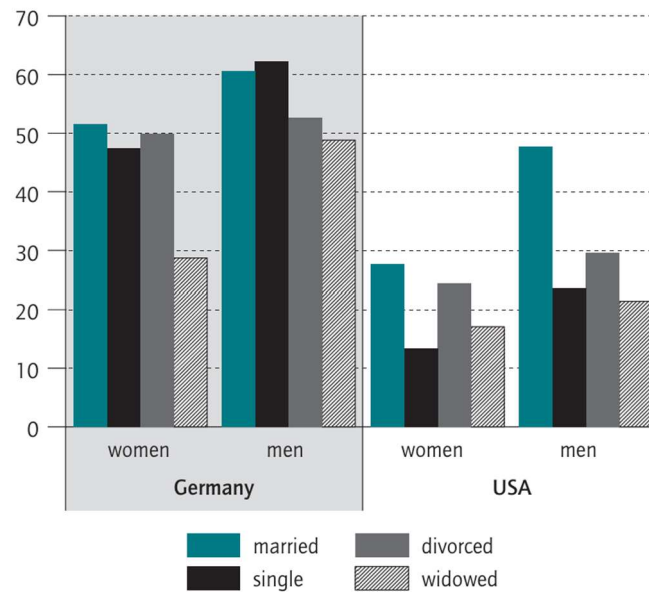
Tuttavia, alcuni studi dimostrano che anche le donne non sposate o divorziate, che devono prendere decisioni finanziarie in autonomia, mostrano comunque dei livelli inferiori di alfabetizzazione finanziaria rispetto agli uomini con lo stesso stato civile. Analizzando la Fig. 12 possiamo notare che le donne single, divorziate e vedove presentano comunque livelli di alfabetizzazione finanziaria più bassi rispetto agli uomini con lo stesso stato civile.⁷⁴

⁷² Cfr. Rink U., Walle Y. M., Klasen S., The financial literacy gender gap and the role of culture, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, volume 80, 2021, pp. 117-134

⁷³ Cfr. Hung A., Yoong J., Brown E., Empowering women through financial awareness and education, *OECD Working papers on finance, insurance and private pension* No. 14

⁷⁴ Cfr. Grohmann A., The gender gap in financial literacy: Income, education and experience offer only partial explanations, *DIW Economic Bulletin*, 2016, vol. 6, pp. 531-537

Figura 12 - Alfabetizzazione finanziaria in base allo stato civile



Fonte: Grohmann A., *The gender gap in financial literacy: Income, education and experience offer only partial explanations*, DIW Economic Bulletin, 2016, vol. 6, pp. 531-537

In questo grafico (Fig. 12) sono state analizzate le percentuali di ogni gruppo che ha risposto a tutte e tre le domande sull'alfabetizzazione finanziaria correttamente.

3.4 Differenze di genere nel comportamento e nelle strategie finanziarie

Gli atteggiamenti finanziari delle donne possono influenzare notevolmente il loro comportamento nella gestione del denaro. Da una parte, l'avversione al rischio e la scarsa fiducia nelle proprie conoscenze possono portarle a adottare un comportamento più conservativo, evitando di esporsi a rischi che non ritengono necessari. Dall'altra, questa avversione al rischio potrebbe proteggerle da frodi finanziarie o perdite consistenti, a cui gli uomini sono più esposti.⁷⁵

Alcuni studi si sono focalizzati sulla motivazione delle scelte finanziarie e hanno scoperto che le donne sono principalmente motivate dal desiderio di sicurezza, e per tale motivo sviluppano una minore propensione al rischio. Gli uomini, invece, sono maggiormente spinti dalla ricerca di rendimenti più elevati.⁷⁶

⁷⁵ Cfr. OECD, *Women and Financial Education: Evidence, Policy Responses and Guidance*, OECD Publishing, 2013

⁷⁶ Cfr. Powell M., Ansic D., *Gender differences in financial decision-making: a new approach for experimental economic analysis*, *Economia società e istituzioni*, 1999, vol. 11, pp 71-90

È interessante analizzare le differenze di genere nella detenzione di prodotti d'investimento. In generale gli uomini sono più propensi a detenere prodotti d'investimento, come azioni, obbligazioni e fondi. D'altra parte, le donne tendono a preferire prodotti con un livello di rischio minore.

Oltre agli atteggiamenti finanziari, vi sono anche una serie di comportamenti che differiscono tra uomo e donna.

Le donne, in generale, sono più propense a tenere sotto controllo le spese della famiglia e, dunque, hanno una maggiore probabilità di avere un budget, favorendo una buona gestione del denaro a breve termine. Mentre gli uomini si concentrano maggiormente sugli investimenti per progetti a lungo termine.

Lo studio di Banca Widiba ha sottolineato come le donne che vengono intervistate dichiarino spesso di avere delle conoscenze finanziarie non adeguate, al contrario degli uomini che ritengono di avere delle conoscenze sufficienti in tema. In media, quasi una donna su tre ritiene di avere conoscenze finanziarie insufficienti. Focalizzandoci sul tema delle attività finanziarie emerge che solo il 15 % delle donne risulta aver avuto delle esperienze con obbligazioni, azioni, titoli di stato. Mentre circa il 69% dichiara di non aver mai avuto esperienza pratica con nessuna forma di investimento.⁷⁷

Tabella 2 - Divario tra uomini e donne nell'esperienza d'investimento

Hai esperienza pratica in queste forme di investimento?	% di uomini che sceglie questa opzione	% di donne che sceglie questa opzione
Azioni, Titoli di Stato e Obbligazioni	30,9*	15,5
Fondi Comuni e/o SIVAC	16,2*	7,3
Gestioni Patrimoniali	10,5*	5,3
Prodotti assicurativi (gestione separata)	18,6*	14
Fondi di investimento della liquidità	27,1*	15,8
Non ho esperienza in queste forme di investimento	48,9*	69

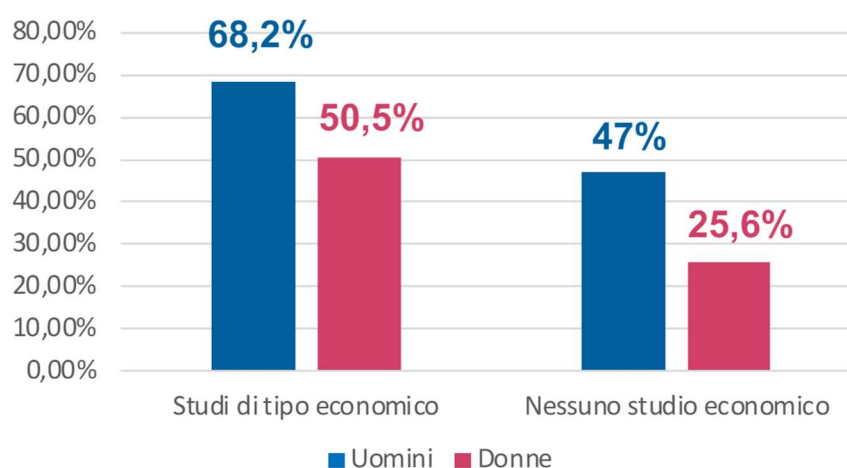
* Tutte le differenze fra uomini e donne sono statisticamente significative

Fonte: Banca WIDIBA, Università Cattolica del Sacro Cuore, Donne e denaro: una sfida per l'inclusione, una ricerca per comprendere e proporre soluzioni su un rapporto ancora controverso, 2022

⁷⁷ Cfr. Banca WIDIBA, Università Cattolica del Sacro Cuore, Donne e denaro: una sfida per l'inclusione, una ricerca per comprendere e proporre soluzioni su un rapporto ancora controverso, 2022

Questo divario non si attenua neanche tra le donne e gli uomini che hanno condotto la stessa tipologia di studi. Infatti, solo la metà delle donne che hanno intrapreso studi di tipo economico arrivano ad avere esperienza con gli investimenti, contro i due terzi degli uomini che hanno intrapreso lo stesso percorso scolastico.

Figura 13 - Esperienza in forme di investimento, divario di genere per istruzione



Fonte: Banca WIDIBA, Università Cattolica del Sacro Cuore, *Donne e denaro: una sfida per l'inclusione, una ricerca per comprendere e proporre soluzioni su un rapporto ancora controverso*, 2022

Questa differenza, secondo quanto riporta lo studio di Banca Widiba, sembra dovuta soprattutto al fatto che le donne non sappiano a chi rivolgersi quando prendono la decisione di investire il proprio denaro e gestire il loro patrimonio. Inoltre, queste sembrerebbero più inclini a rivolgersi a persone a loro vicine, come parenti o amici, piuttosto che ad una figura professionale, come il consulente finanziario.⁷⁸

⁷⁸ Cfr. Banca WIDIBA, Università Cattolica del Sacro Cuore, *Donne e denaro: una sfida per l'inclusione, una ricerca per comprendere e proporre soluzioni su un rapporto ancora controverso*, 2022

Tabella 3 - Quali canali vengono utilizzati per la comunicazione finanziaria?

Se dovessi prendere una decisione importante relativa alla gestione dei tuoi soldi, su chi faresti affidamento?	% di uomini che sceglie questa opzione	% di donne che sceglie questa opzione
Sul consiglio di esperti finanziari o intermediari	42,6*	36,8
Solo su me stesso/a	39,0*	33,3
Sul consiglio di parenti	18,8*	22,6
Cercherei un consiglio ma non so a chi rivolgermi	10,7*	17,5
Su siti web istituzionali (ad esempio CONSOB, Banca D'Italia, etc.)	15,2*	8,9
Sul consiglio di amici	11,0	10,3
Media (giornali, riviste, etc.) dedicati al settore finanziario	7,4*	3,9
Su siti web non istituzionali	5,7*	3,3

* La differenza fra uomini e donne è statisticamente significativa

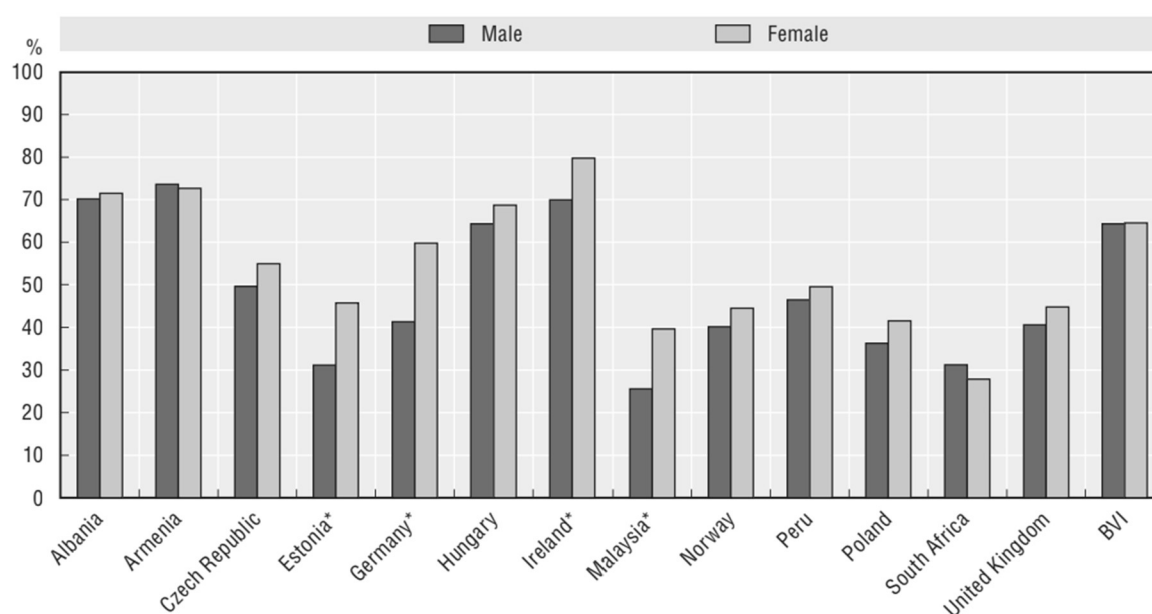
Fonte: Banca WIDIBA, Università Cattolica del Sacro Cuore, *Donne e denaro: una sfida per l'inclusione, una ricerca per comprendere e proporre soluzioni su un rapporto ancora controverso, 2022*

I risultati di un'indagine condotta dall'OCSE mostrano che le donne hanno una probabilità maggiore di non riuscire ad arrivare a fine mese e di riuscire a sostenere tutte le spese. Questo è dovuto sia a una scarsa alfabetizzazione finanziaria, che impedisce loro di pianificare risparmi per spese impreviste, sia ai livelli di reddito mediamente più bassi rispetto agli uomini. Pertanto, un guadagno inferiore significa minori risorse da poter destinare ad investimenti o risparmi.

Le strategie intraprese dai soggetti di sesso diverso per poter arrivare a fine mese sono differenti. Le donne tendenzialmente sono più propense a dichiarare di aver ridotto le spese, mentre gli uomini in genere cercano di guadagnare denaro extra per poter coprire le uscite in eccesso.⁷⁹

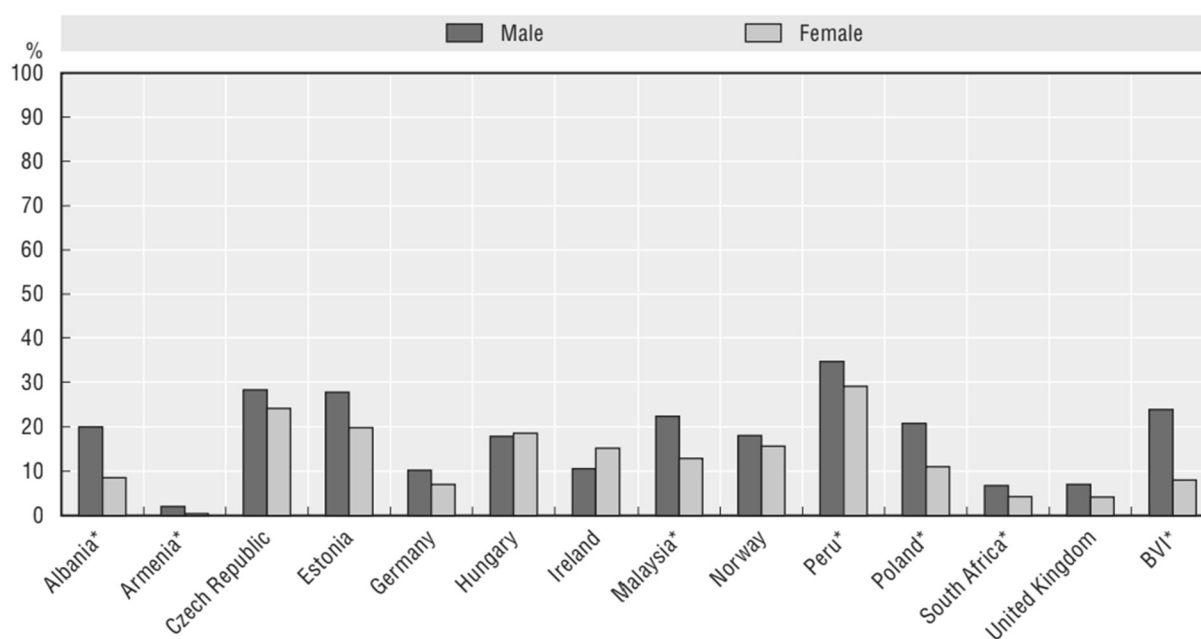
⁷⁹ Cfr. OECD, *Women and Financial Education: Evidence, Policy Responses and Guidance*, OECD Publishing, 2013

Figura 14 - strategie per arrivare a fine mese: tagliare le spese



Fonte: OECD, Women and Financial Education: Evidence, Policy Responses and Guidance, OECD Publishing, 2013

Figura 15 - Strategie per arrivare a fine mese: guadagnare soldi extra



Fonte: OECD, Women and Financial Education: Evidence, Policy Responses and Guidance, OECD Publishing, 2013

Il fatto che le donne siano meno inclini a impegnarsi in attività lavorative extra per aumentare il loro guadagno è un forte indicatore della loro vulnerabilità nel mercato del lavoro. Inoltre, il tempo dedicato alla vita familiare, come la cura dei figli, può imporre

ulteriori limiti alla loro disponibilità, questo perché le donne sono maggiormente responsabili in questi lavori non retribuiti.⁸⁰

3.5 Differenze di genere nella consulenza finanziaria

Un recente studio di Monne et. Al (2023)⁸¹ ha esaminato l'importanza dell'interazione di genere, iniziando con un'analisi teorica delle variazioni comportamentali in base al sesso del consulente finanziario.

Diversi studi hanno evidenziato che gli individui di sesso maschile, quando sentono minacciata la loro mascolinità, tendono ad essere più aggressivi nell'assunzione dei rischi cercando di ripristinare il proprio status sociale. Applicando questo comportamento alla sfera finanziaria, è molto probabile che si verifichino situazioni simili se gli investitori di sesso maschile hanno una consulente finanziaria donna. Portando all'ipotesi per cui gli investitori di sesso maschile, se consigliati da una donna, risultano essere più inclini a scegliere investimenti rischiosi rispetto a quelli consigliati da un uomo.

Al contrario, una minaccia alla femminilità si manifesta principalmente quando una donna teme di violare le norme di genere, attuando dei comportamenti che vadano contro gli stereotipi. Questo porta, dunque, ad un atteggiamento più cauto quando interagiscono con una persona del sesso opposto. Applicando questa teoria agli investimenti, le donne consigliate da un uomo sarebbero più propense a scegliere un portafoglio meno rischioso rispetto a quando sono consigliate da una donna.⁸²

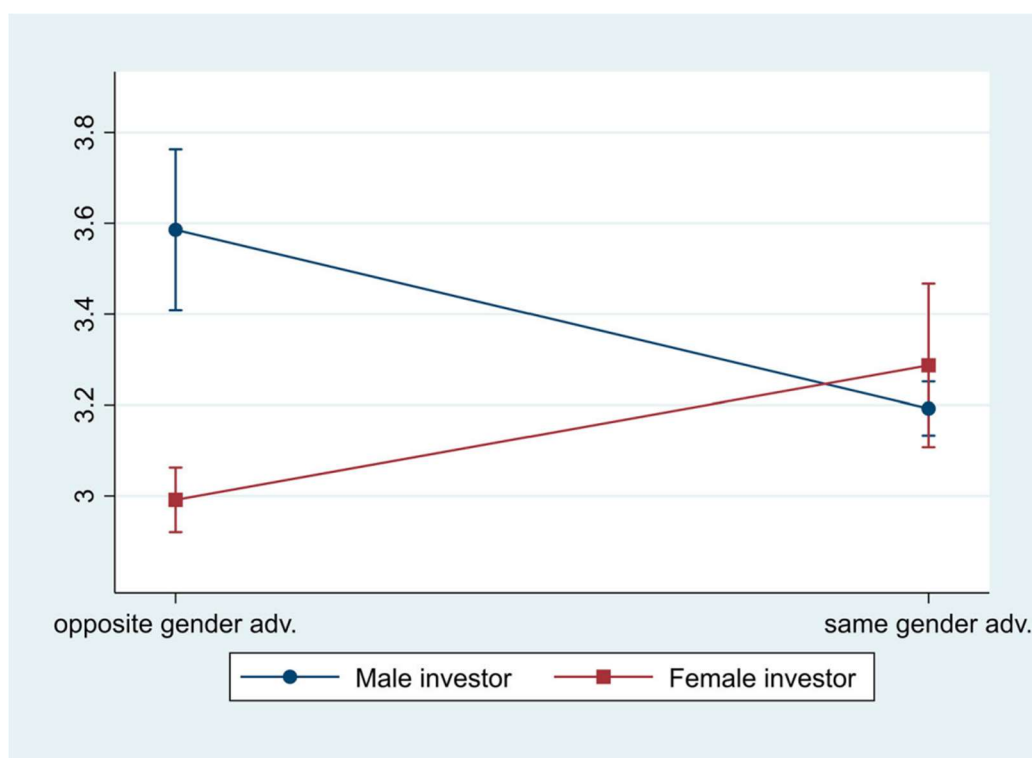
I risultati della ricerca confermano che il divario di genere nell'assunzione di rischi è correlato con le interazioni di genere nel processo di consulenza.

⁸⁰ Cfr. OECD, Women and Financial Education: Evidence, Policy Responses and Guidance, OECD Publishing, 2013

⁸¹ Cfr. Jerome Monne, Janette Rutterford & Dimitris P. Sotiropoulos, Risk taking in the context of financial advice: does gender interaction matter?, The European Journal of Finance, 2024, pp. 249-268, DOI: 10.1080/1351847X.2023.2201471

⁸² Cfr. Jerome Monne, Janette Rutterford & Dimitris P. Sotiropoulos, Risk taking in the context of financial advice: does gender interaction matter?, The European Journal of Finance, 2024, pp. 249-268, DOI: 10.1080/1351847X.2023.2201471

Figura 16 - Divario di genere nell'assunzione di rischi di portafoglio



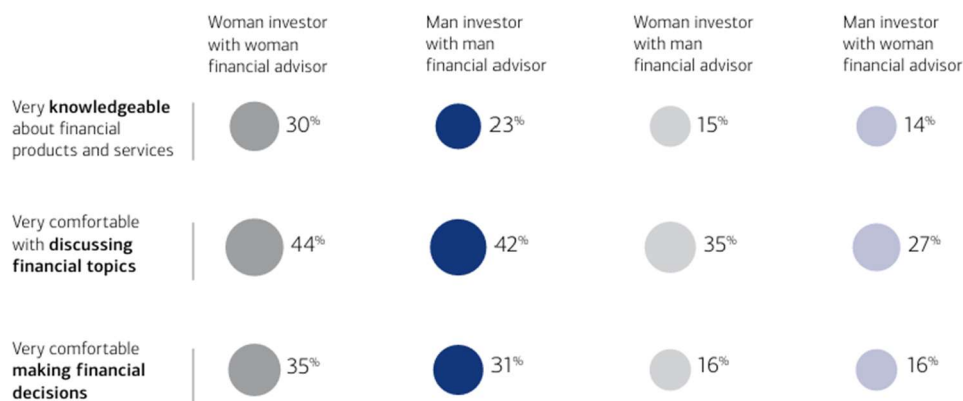
Fonte: Jerome Monne, Janette Rutterford & Dimitris P. Sotiropoulos, *Risk taking in the context of financial advice: does gender interaction matter?*, *The European Journal of Finance*, 2024, 249-268

Il risultato di questa ricerca è che le interazioni di genere possono influenzare il processo decisionale andando a mitigare il risultato finale. Un altro risultato a cui porta questa ricerca è che, quando gli investitori interagiscono con consulenti finanziari dello stesso sesso, il divario di genere diventa statisticamente insignificante, evidenziando l'importanza del fattore relativo alle interazioni di genere nella scelta delle assunzioni del rischio.

Oltre al divario di genere relativo all'assunzione dei rischi, possiamo prendere in considerazione lo studio di Merrill dove viene evidenziato che in base al sesso del consulente la donna tende a cambiare la percezione di sé e delle proprie conoscenze.⁸³ Ad esempio, se le investitrici avevano a che fare con un consulente finanziario uomo, tendevano a sottostimare le proprie conoscenze finanziarie. Mentre se di fronte a loro c'era una consulente finanziaria donna, allora valutavano migliori le loro conoscenze sul tema.

⁸³ Cfr. Merrill, A Bank of America Company, *Seeing the unseen: The role gender plays in wealth management and what our four-part study revealed*, Bank of America Corporation, 2023

Figura 17 - Percezione delle proprie conoscenze finanziarie in base al genere del consulente finanziario



Fonte: Merrill, A Bank of America Company, *Seeing the unseen: The role gender plays in wealth management and what our four-part study revealed*, Bank of America Corporation, 2023

La minaccia dello stereotipo, come visto in precedenza, è relativa a qualsiasi situazione in cui un individuo teme di confermare uno stereotipo negativo riguardante il gruppo o la categoria a cui appartiene. In uno dei quattro studi di Merrill emerge che, su un campione di 4.000 intervistati, l'8% delle donne hanno vissuto un'esperienza negativa in cui il proprio consulente applicava stereotipi di genere.⁸⁴ Gli stereotipi possono portare a supposizioni sbagliate che, a loro volta, portano ad un'interazione e a una esperienza negativa. Seppur i consulenti abbiano il più delle volte buone intenzioni è stato constatato che in media, durante un appuntamento, commettono dieci errori ogni trenta minuti. Tra gli errori più comuni troviamo:

- Presumere che sia l'uomo a prendere le decisioni nella coppia;
- Presumere che una donna voglia essere indirizzata verso un investimento;
- Dare per scontato che le donne siano più avverse al rischio;
- Dare per scontato che le donne abbiano una conoscenza degli investimenti inferiore rispetto agli uomini.

Tuttavia, spesso sfuggono all'attenzione dell'investitore perché ritenuti minori.

Nonostante anche le consulenti finanziarie di sesso femminile siano inclini a commettere questo genere di errori, dalla ricerca emerge che i consulenti finanziari di sesso maschile

⁸⁴ Cfr. Merrill, A Bank of America Company, *Seeing the unseen: The role gender plays in wealth management and what our four-part study revealed*, Bank of America Corporation, 2023

sono più propensi ad assumere un comportamento errato durante gli appuntamenti con il cliente.⁸⁵

Nello stesso studio viene, inoltre, evidenziato come cambi il comportamento del consulente quando incontra le investitrici singolarmente o in coppia con il marito. Quando il consulente incontra l'investitrice da sola, solitamente, compie meno errori trattando la donna come individuo capace e preparato. Mentre, quando all'appuntamento è presente una coppia uomo-donna il consulente tende a fare molti degli errori sopra riportati. Dall'altro lato, secondo uno studio di Söderberg Inga-Lill del 2012⁸⁶, la valutazione dei clienti da parte dei consulenti finanziari è spesso influenzata dagli stereotipi di genere. A sostegno di questa tesi, si osserva che alcuni consulenti sovrastimino la tolleranza al rischio degli investitori di sesso maschile, mentre sottostimino quella delle investitrici. Nonostante ciò, le valutazioni dei consulenti non sempre si limitano alla valutazione del rischio. Talvolta vengono adottati dei comportamenti strategici di vendita guidati dal genere del cliente.⁸⁷ Da questo studio emerge che vi siano delle variazioni negli sconti sulle commissioni di vendita offerte ai clienti secondo il loro genere. Per le clienti di sesso femminile, infatti, risulta esserci una probabilità inferiore di ricevere uno sconto sulle commissioni quando viene proposto loro un prodotto. Inoltre, vi è una probabilità maggiore, circa del 6,2%, che venga proposto a una donna un prodotto molto più costoso, in termini di commissioni, e che renda maggiormente al consulente. Le donne, in questo caso, sembrano non comprendere appieno i costi e la remunerazione dei consulenti sugli investimenti e i consulenti, consapevoli di questa lacuna, tendono a sfruttarla a loro vantaggio.

Questo trattamento differenziato sembra rafforzarsi soprattutto se il consulente è di sesso maschile, in quanto risultano più inclini a differenziare la loro consulenza in base al sesso dell'investitore. Tuttavia, anche le consulenti di sesso femminile avrebbero la tendenza a differenziare la loro consulenza in base al genere dell'investitore ma in misura inferiore.

⁸⁵ Cfr. Merrill, A Bank of America Company, Seeing the unseen: The role gender plays in wealth management and what our four-part study revealed, Bank of America Corporation, 2023

⁸⁶ Cfr. Söderberg, IL., Gender stereotyping in financial advisors' assessment of customers, Journal of Financial Services Marketing, vol. 17, 2012, pp. 259–272. <https://doi.org/10.1057/fsm.2012.24>

⁸⁷ Cfr. Bucher-Koenen, Hackethal A., Koenen J., Laudenbach C., Gender differences in financial advice. 2023, SAFE Working Paper No. 309.

Dallo studio di Merrill si può notare come per le generazioni più recenti ci siano stati dei cambiamenti in termini di aspettative e percezione del denaro. Un esempio che riportano è che solo il 50% delle donne che ha più di 55 anni gestisce le proprie finanze in autonomia, contro il 75% per le donne sotto i 45 anni. Confrontando le diverse generazioni, una differenza importante che sorge è che per le generazioni più giovani vi è una tendenza di sposarsi in età più avanzata. Pertanto, hanno una probabilità maggiore di coniugarsi avendo già avuto delle esperienze indipendenti di gestione finanziaria e, spesso, vi è la scelta di rimanere finanziariamente indipendenti anche a seguito del matrimonio.⁸⁸

Nel prossimo capitolo metteremo alla prova i dati che sono stati riportati dalla letteratura citata. È stato distribuito un questionario ad un gruppo formato da clienti di consulenti finanziari e andremo ad approfondire i temi legati al gender gap e agli stereotipi di genere affrontati in questo capitolo.

⁸⁸ Cfr. Merrill, A Bank of America Company, Seeing the unseen: The role gender plays in wealth management and what our four-part study revealed, Bank of America Corporation, 2023

4. Analisi empirica

4.1 Introduzione

Dalla letteratura che è stata studiata nei capitoli precedenti emerge quanto sia importante l'educazione finanziaria e andando ad analizzare la situazione dei vari Paesi su questo tema, si osserva un gender gap generalizzato.

Inoltre, abbiamo osservato come i pregiudizi di genere possano influenzare sia le scelte degli investitori che il comportamento adottato dal consulente finanziario. È per questo motivo che abbiamo proceduto con la costruzione di un questionario⁸⁹ con lo scopo di rilevare i gender gap più diffusi nella popolazione e se l'interazione di genere potesse concretamente influenzare le scelte d'investimento dei clienti. Il questionario è stato distribuito a un gruppo di clienti da alcuni consulenti di Allianz Bank.

Questa ricerca ha l'obiettivo di verificare alcune ipotesi relative alle argomentazioni discusse finora. Il contributo delle risposte ai questionari prova ad aggiungere un valore significativo alla ricerca, in quanto permetterà di analizzare la percezione che hanno i clienti rispetto al rapporto con il proprio consulente e le loro caratteristiche come investitori. Si tenterà, dunque, di presentare una visione dell'argomento più completa esaminando i dati raccolti e analizzando eventuali correlazioni tra le caratteristiche, mettendo in evidenza quanto trattato in precedenza.

4.2 La costruzione del questionario e la raccolta dei dati

Il questionario che è stato proposto ai consulenti, successivamente inoltrato ad un totale di 29 loro clienti è composto da 31 quesiti. La diversità delle domande è stata scelta per mantenere alta l'attenzione del cliente, assicurando che le risposte dello stesso siano attente e ponderate. Perciò questo è stato composto con domande a risposta multipla, a scelta multipla, domande a risposta aperta, domande con una scala numerica e domande dove devono essere ordinate le risposte. La compilazione del questionario richiede circa 15 minuti, in modo tale da garantire una tempistica non eccessiva ma sufficiente per raccogliere i dati in modo efficiente.

⁸⁹ Disponibile in Appendice

Il questionario è composto da diverse sezioni, le quali hanno sia lo scopo di raccogliere i dati anagrafici e patrimoniali, sia quello di raccogliere informazioni sulla loro educazione finanziaria e le loro esperienze con i consulenti.

Le sezioni sono così suddivise:

- *Codice cliente* – ad ogni cliente è stato assegnato un codice in modo tale da combinarlo con i dati relativi al loro portafoglio che sono stati raccolti dai loro consulenti garantendo l’anonimizzazione delle informazioni raccolte.
- *Dati anagrafici* – genere, età, titolo di studio, reddito annuale, situazione lavorativa, valore del patrimonio gestito.
- *Financial literacy* – questa sezione contiene domande relative alla comprensione di concetti finanziari.
- *Bias cognitivi* – le domande sono state formulate in modo tale da capire se la persona può essere soggetta o meno a un determinato bias. In particolare ne sono stati selezionati tre: l’overconfidence bias, il mental accounting bias e l’hyperbolic discounting bias. Infine, in questa sezione viene posta una domanda relativa alla propensione al rischio dell’investitore.
- *Big Five* – è stata usata la tecnica del Ten Item Personality Inventory (TIPI)⁹⁰ che consente di misurare i tratti della personalità dell’investitore.
- *Storia del portafoglio* – vengono richieste informazioni relative sia al consulente finanziario (genere, da quanti anni è cliente, etc.) sia le caratteristiche che il cliente ritiene importanti nel comportamento del consulente.
- *Ruoli del consulente* – in questa sezione viene chiesto di mettere in ordine le funzioni che il proprio consulente svolge per l’investitore dalla più alla meno importante.
- *Livello di fiducia* – in quest’ultima sezione ci si concentra sul livello di fiducia che ha l’investitore verso persone a lui vicine, come familiari amici e consulente finanziario.

Lo scopo è quello di ricavare dal profilo del cliente e dalle sue esperienze eventuali correlazioni sia con il genere del consulente finanziario sia con il livello di alfabetizzazione finanziaria.

⁹⁰ Cfr. Gosling, S. D., Rentfrow, P. J., & Swann, W. B., Jr. (2003). A Very Brief Measure of the Big Five Personality Domains. *Journal of Research in Personality*, 37, 504-528.

4.3 Ipotesi di ricerca e analisi dei dati

Le analisi che sono state condotte per questa ricerca si basano su quattro insiemi. I primi due vengono distinti per genere, quindi investitrici donne a confronto con investitori uomini, con lo scopo di determinare delle differenze significative tra le due popolazioni nelle variabili di interesse che possano portare a una conferma delle ipotesi illustrate di seguito. Si hanno due tipologie di ipotesi:

- L'ipotesi nulla (H_0) per la quale si sostiene che non si evidenziano differenze rilevanti tra i due campioni.
- L'ipotesi alternativa (H_1) viene formulata per evidenziare eventuali differenze rilevanti tra i campioni.

Per i restanti due insiemi viene considerato il gruppo di donne che hanno risposto al questionario e successivamente suddiviso tra coloro che hanno un consulente di sesso femminile e coloro che hanno un consulente di sesso maschile. Questo permette di evidenziare se le interazioni di genere possono influenzare le scelte di investimento del cliente. Per questi valgono le stesse ipotesi riportate in precedenza, ma che vengono riportate di seguito:

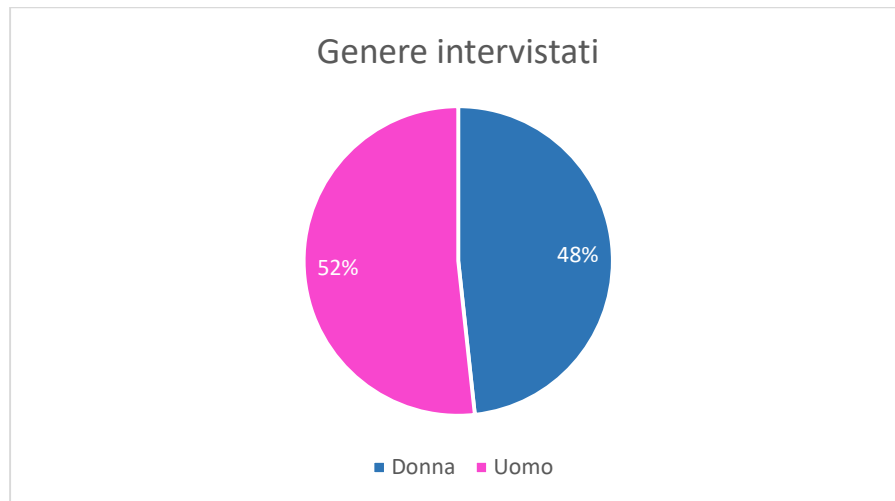
- L'ipotesi nulla (H_0) per la quale si sostiene che non si evidenziano differenze rilevanti tra i due campioni.
- L'ipotesi alternativa (H_1) viene formulata per evidenziare eventuali differenze rilevanti tra i campioni.

Una volta chiusa la raccolta dei dati tramite il questionario è stato creato un data set che permette l'analisi delle risposte. Per testare queste ipotesi sono stati utilizzati alcuni test statistici, tra cui la matrice di correlazione di Pearson che valuta la relazione lineare tra le variabili. Inoltre, per comprendere se la correlazione che emerge dalla matrice è significativa si procede con il calcolo del P-Value. Se questo risulta inferiore al livello di significatività 0.05, allora possiamo affermare che la relazione trovata ha un valore statisticamente significativo e quindi possiamo rigettare l'ipotesi nulla (H_0). Per svolgere queste analisi è stato utilizzato il software STATA/MP 18.0.

4.4 Analisi dei dati demografici

Il campione di clienti che hanno risposto è composto da 14 clienti donne e 15 clienti uomini, di età compresa tra i 28 e gli 81 anni.

Figura 18 - Genere del campione



La quarta domanda del questionario aveva lo scopo di identificare il livello di istruzione del campione. Gli esiti hanno evidenziato che, la maggior parte del campione, ovvero il 38 %, ha risposto di avere un diploma di maturità; il 7 % possiede un livello di istruzione limitato che si ferma alla terza media o inferiore; il 21 % risulta in possesso di un diploma di laurea triennale; il 24 % di una laurea magistrale o a ciclo unico; infine, solo il 10 % possiede un Dottorato di ricerca o una specializzazione post-laurea.

Figura 19 - Grafico titolo di studio del campione

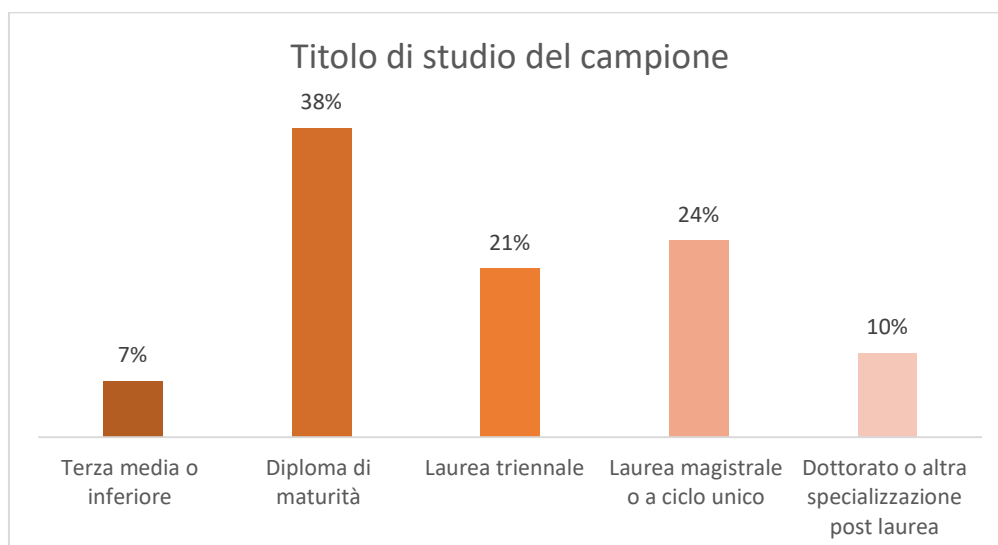


Figura 20 - Grafico titolo di studio del campione femminile

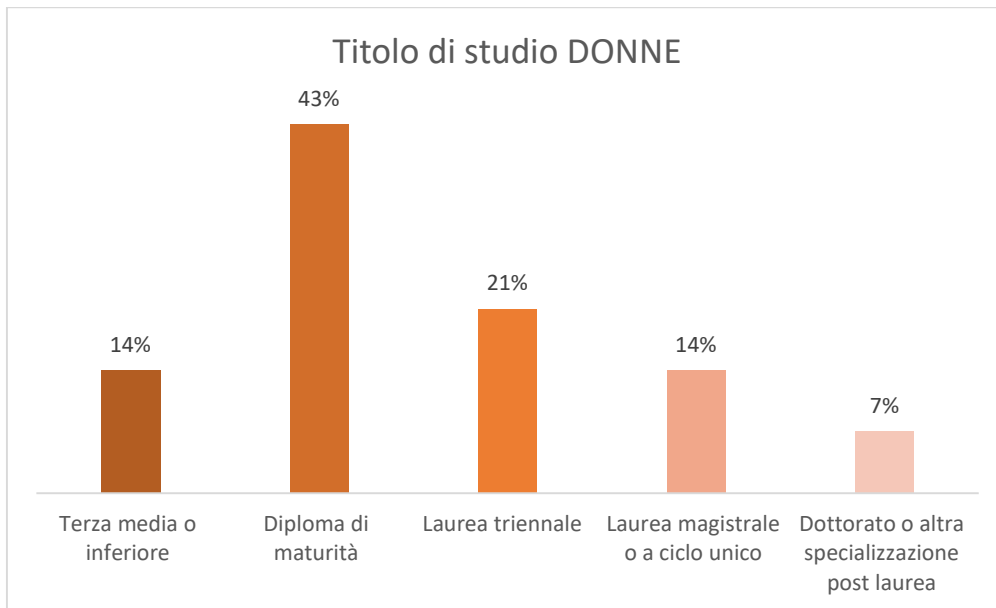
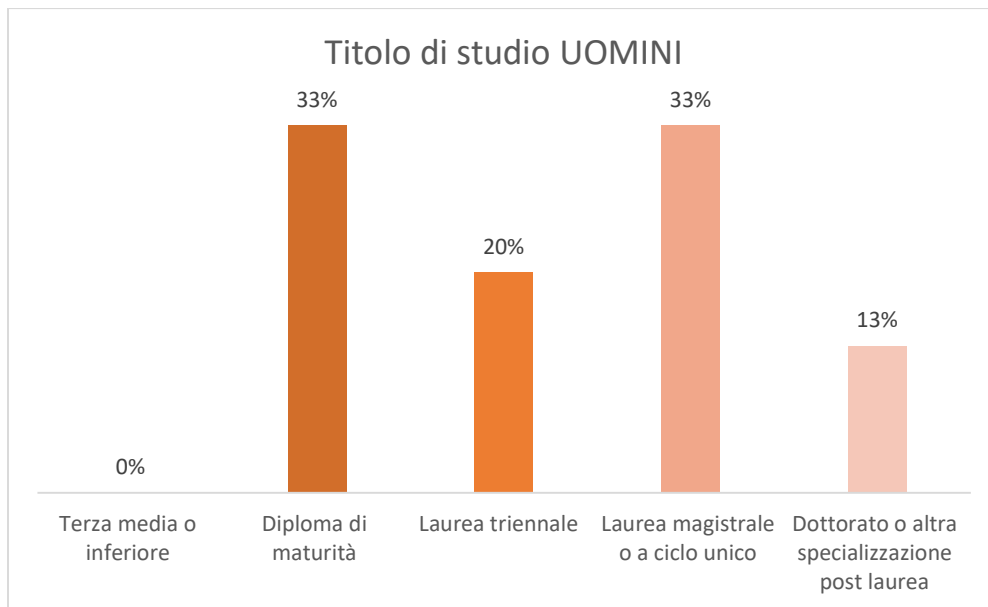


Figura 21 - Grafico titolo di studio del campione maschile



Secondo l'analisi con le matrici di correlazione, la correlazione tra il sesso e il livello di istruzione è di -0.304 , ovvero una correlazione negativa debole. Attraverso un test di Kruskal e Wallis notiamo che non sorge nessuna differenza statisticamente significativa. Tuttavia, analizzando la distribuzione dei dati emerge che gli uomini hanno molta più probabilità di aver fatto una laurea magistrale o un dottorato rispetto alle donne per le quali il 43% risulta avere solo un diploma di maturità. In questo caso le donne risultano meno istruite rispetto agli uomini anche se la differenza è debole.

Figura 22 - Kruscal-Wallis test tra genere e titolo di studio

Sesso	Obs	Rank sum
Uomini	15	260.50
Donne	14	174.50

chi2(1) = **2.400**
 Prob = **0.1213**

chi2(1) with ties = **2.603**
 Prob = **0.1067**

Tabella 4 - Analisi distribuzione titolo di studio del campione maschile

Titolo di studio	Freq.	Percent	Cum.
Diploma di maturità	5	33.33	33.33
Laurea triennale	3	20.00	53.33
Laurea magistrale o a ciclo unico	5	33.33	86.67
Dottorato o altra specializzazione post laurea	2	13.33	100.00
Total	15	100.00	

Tabella 5 - Analisi distribuzione titolo di studio del campione maschile

Titolo di studio	Freq.	Percent	Cum.
Terza media o inferiore	2	14.29	14.29
Diploma di maturità	6	42.86	57.14
Laurea triennale	3	21.43	78.57
Laurea magistrale o a ciclo unico	2	14.29	92.86
Dottorato o altra specializzazione post laurea	1	7.14	100.00
Total	14	100.00	

Mentre il calcolo del P-Value è di 0.109, superiore al valore critico selezionato del 0.05 usato per determinare la significatività statistica. Con questi risultati non vi è un'evidenza statistica che ci permette di rigettare l'ipotesi nulla, pertanto, non si rilevano differenze significative tra i generi.

Tabella 6 - Pairwise correlations tra genere e titolo di studio

Variables	(1)	(2)
(1) Sesso	1.000	
(2) Titolodistudio	-0.304 (0.109)	1.000

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

La quinta domanda del questionario è relativa al reddito annuale, è stato analizzato per apprendere se ci fosse correlazione statistica.

Dai dati emerge che gli uomini ricevono un reddito annuale maggiore rispetto alle donne. Il 36 % delle donne intervistate risulta avere un reddito inferiore ai 25.000 €, mentre solo il 13 % degli uomini appartengono alla stessa fascia di reddito.

Nella seconda fascia, ovvero tra 25.000 e 50.000 € troviamo il 64 % delle donne e il 47 % degli uomini. È, dunque, interessante notare come il campione delle donne si esaurisce sulle prime due fasce, mentre gli uomini risultano, per il restante 13 % e 33 % essere possessori di un reddito annuale tra 50.000 € e 75.000 € i primi e oltre i 100.000 € i restanti.

Figura 23 - reddito annuale campione femminile

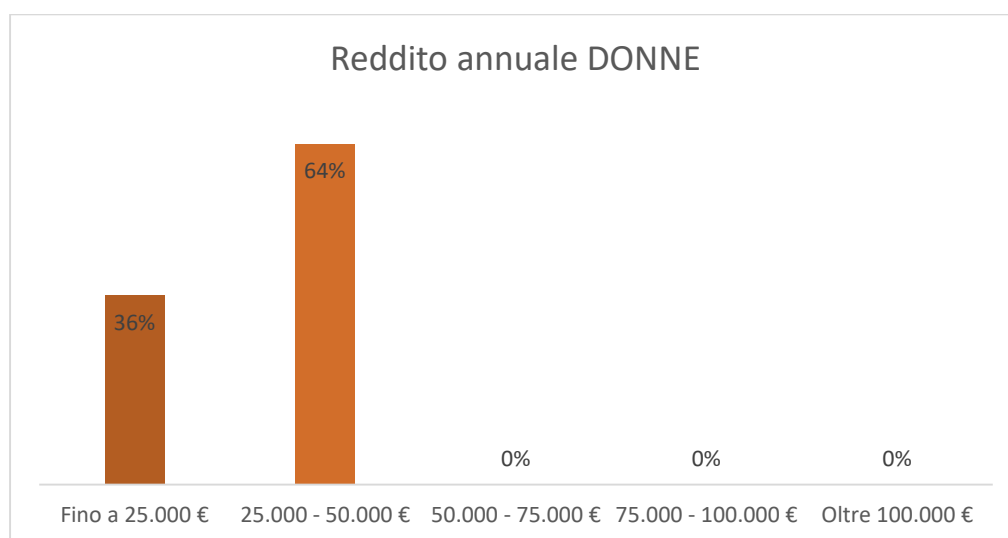
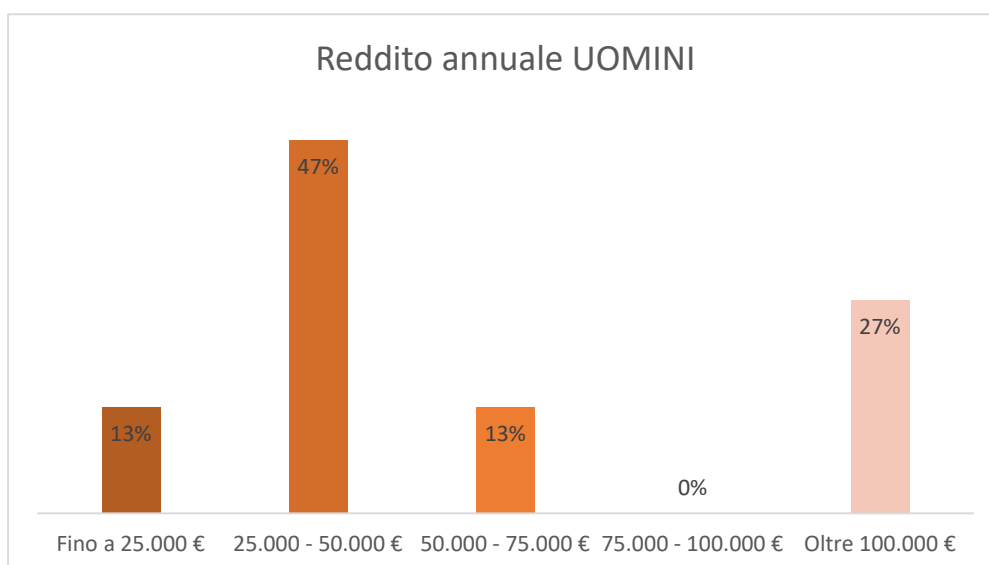


Figura 24 - Grafico reddito annuale del campione maschile



Eseguendo l'analisi con le matrici si osserva che vi è una correlazione negativa moderata pari a -0.473 con un P-Value pari a 0.010. Questo risultato è inferiore al valore critico e per tanto si può affermare che questo risultato è statisticamente significativo e che c'è una differenza rilevante tra i redditi annuali delle donne e degli uomini.

Tabella 7 - Pairwise correlations tra genere e reddito annuale

Variables	(1)	(2)
(1) Sesso	1.000	
(2) Reddito annuale	-0.473* (0.010)	1.000

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Andando a esaminare i dati relativi alla situazione lavorativa notiamo una omogeneità dei dati. Quasi la metà del campione femminile, il 43 %, risulta occupato come lavoratore dipendente, contro il 27 % del campione maschile. Si evidenzia una netta differenza tra gli uomini che sono lavoratori autonomi, circa il 33 % del campione, e le donne, solo il 14 %. Gli uomini e le donne che risultano essere in pensione sono, rispettivamente il 36 % e il 40 %. Mentre, solo una donna ha compilato il campo "Altro" dichiarando di essere casalinga.

Figura 25 - Situazione lavorativa del campione

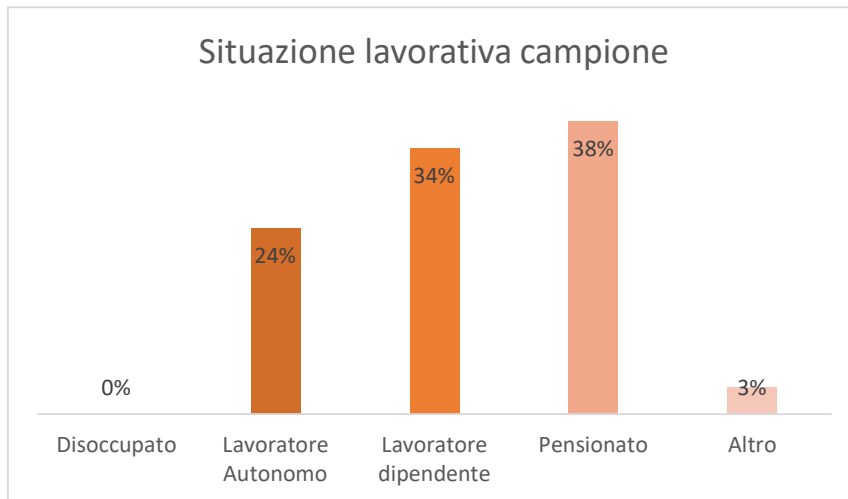


Figura 26 - Situazione lavorativa del campione femminile

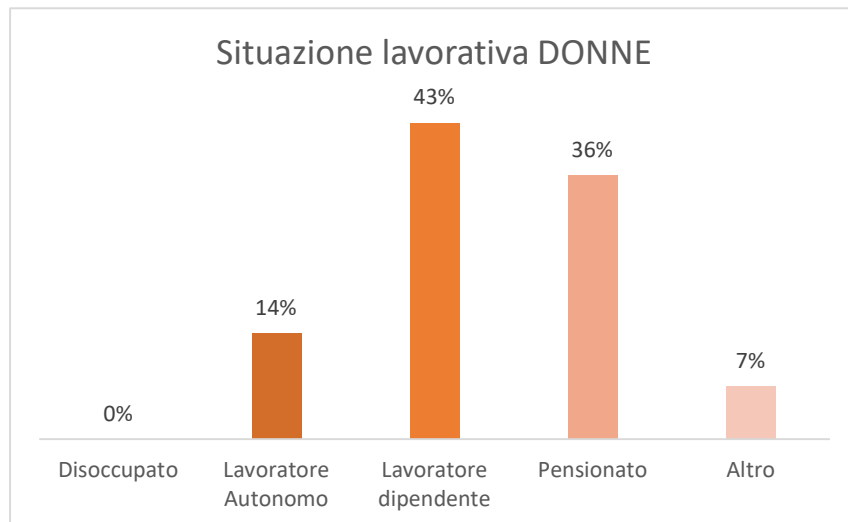
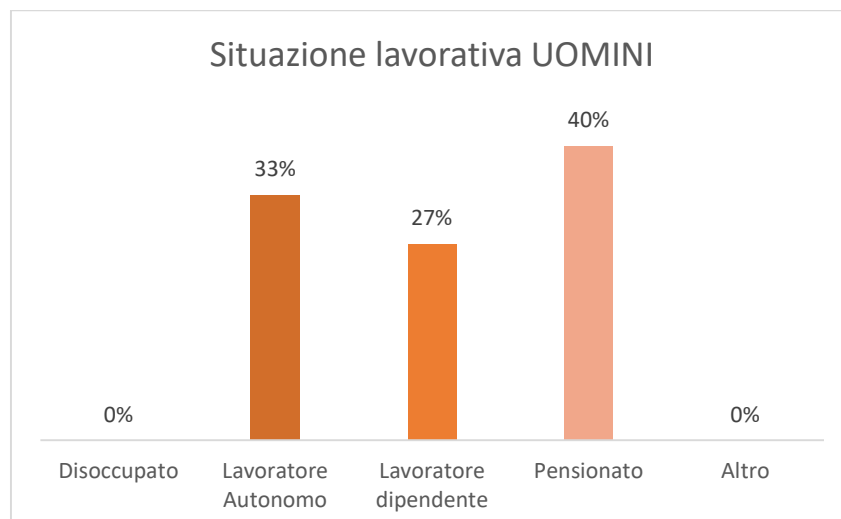


Figura 27 - Situazione lavorativa del campione maschile



Questi dati, seppur diversificati tra i due generi, non determinano una differenza statisticamente significativa. Infatti, la correlazione tra le variabili risulta essere di 0.172. Anche il dato del P-Value 0.374 conferma che non vi è una sufficiente evidenza statistica per poter rigettare l'ipotesi nulla, confermando, dunque, che non vi è una correlazione tra il sesso e la situazione lavorativa. Benché vi sia una tendenza del campione per la quale le persone di sesso diverso hanno delle diverse situazioni lavorative.

Tabella 8 - Pairwise correlations tra genere e situazione lavorativa

Variables	(1)	(2)
(1) Sesso	1.000	
(2) Situazione lavorativa	0.172 (0.374)	1.000

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Approfondendo le risposte ricavate dal questionario alla domanda sette che sonda il patrimonio gestito delle persone, si osserva che il 50 % delle donne dichiara di avere un patrimonio gestito che va dai 50.000 € ai 100.000 €, mentre solo il 13 % del campione maschile ricade in questa fascia. Il 60 % degli investitori uomini dichiara di appartenere alle tre categoria successive, ovvero il 27 % alla fascia 100.000 – 250.000 €, il 20 % alla fascia 250.000 – 500.000 € e il 13 % va oltre 1.000.000 €. Mentre per le investitrici solo il 21 % si posiziona in alcune di queste fasce, il 7% dichiara di avere un patrimonio dai 100.000 ai 250.000 €, il 7 % possiede tra i 250.000 e 500.000 € e il restante 7 % tra i 500.000 e 1.000.000 €.

A prima vista i dati risultano abbastanza diversificati tra genere, mostrando come gli uomini detengano un patrimonio gestito molto più elevato rispetto alle donne.

Figura 28 - Patrimonio gestito campione femminile

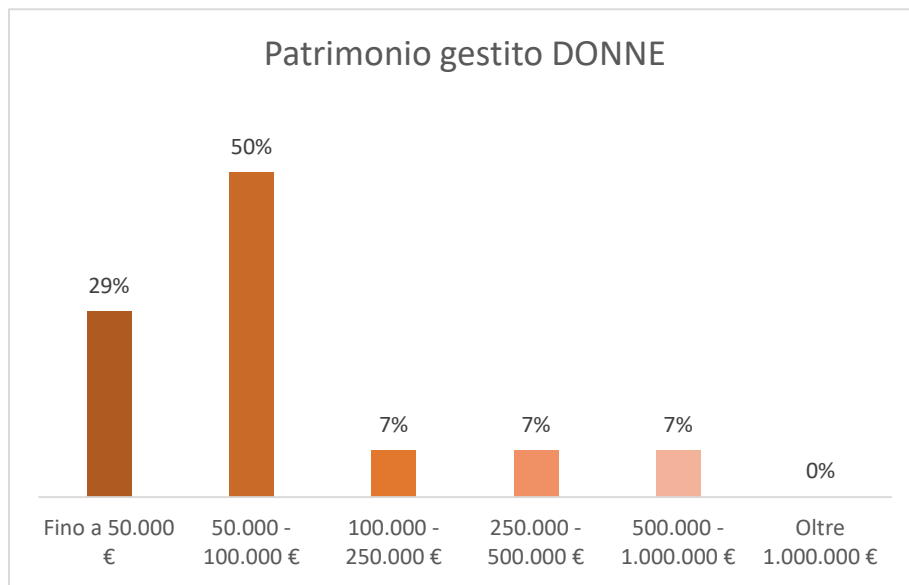
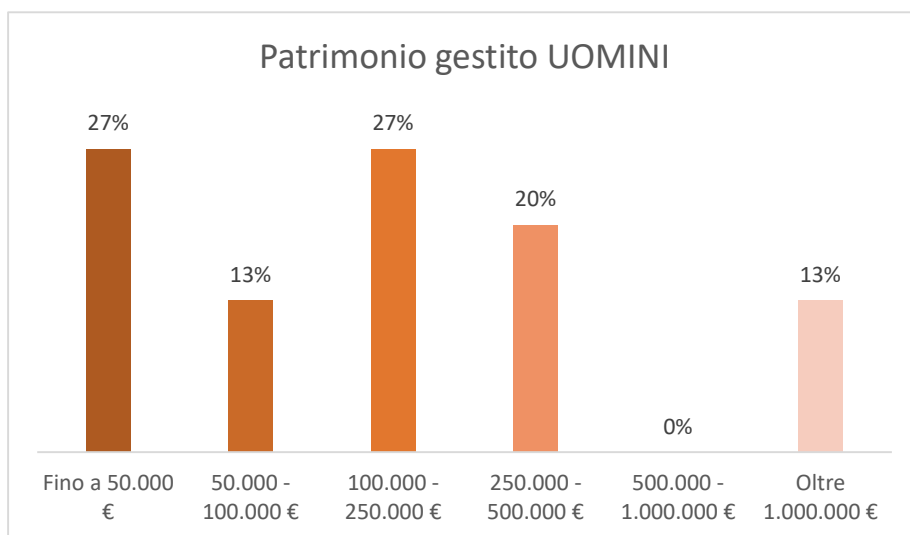


Figura 29 - Patrimonio gestito campione maschile



Nonostante i dati relativi al reddito annuale avessero evidenziato una differenza di genere significativa, quelli relativi al patrimonio gestito pur notando una differenza di distribuzione nelle fasce non emerge nessuna divergente rilevante. Infatti, l'analisi di correlazione riporta come questa sia pari a -0.230 e il P-Value di 0.268. Pertanto, non c'è evidenza che il patrimonio gestito sia strettamente correlato con il sesso dell'investitore.

Tabella 9 - Confronto patrimonio gestito tra generi

	Fino a 50.000 €	50.000 - 100.000 €	100.000 - 250.000 €	250.000 - 500.000 €	500.000 - 1.000.000 €	Oltre 1.000.000 €
Donne	29%	50%	7%	7%	7%	0%
Uomini	27%	13%	27%	20%	0%	13%

Tabella 10 - Pairwise correlations tra genere e patrimonio gestito

Variables	(1)	(2)
(1) Sesso	1.000	
(2) Patrimonio gestito	-0.212 (0.269)	1.000

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

4.5 Analisi dati sulla financial literacy

Sono state poste agli intervistati cinque domande per comprendere l'educazione finanziaria del campione.

Le prime tre domande riguardavano alcuni argomenti base per la conoscenza delle materie finanziarie, ovvero il tasso d'interesse e d'inflazione.

Domanda 9: "Supponi di avere 100 € in un conto bancario e che il tasso di interesse sia pari al 2%. Se non tocchi il denaro per 5 anni, lasciandolo crescere senza mai prelevare nulla, quanto pensi che troverai nel conto?"

Risposte: "Più di 102 €; Esattamente 102 €; Meno di 102 €; Non lo so."

Domanda 10: "Supponi che il tasso di interesse sul tuo conto bancario sia pari a 1% e che il tasso di inflazione sia pari al 2%. Dopo un anno quanto potrai comprare con i soldi nel tuo conto supponendo di non aver mai prelevato nulla durante l'anno?"

Risposte: "Più di oggi; Esattamente quanto oggi; Meno di oggi; Non lo so."

Domanda 11: Supponi che un tuo amico erediti oggi 10.000 €, mentre un suo fratello ne erediti altrettanti (10.000 €) ma tra 3 anni. Chi dei due è più ricco dopo quest'eredità?

Risposte: "Il mio amico; Suo fratello; Sono ugualmente ricchi; Non lo so."

La quarta domanda trattava il tema della diversificazione di portafoglio.

Domanda 12: “Se un investitore diversifica il suo portafoglio, il rischio che perda il suo denaro”

Risposte: “Resta uguale; Diminuisce; Aumenta; Non so rispondere.”

Infine, la quinta domanda è relativa ai rendimenti delle azioni.

Domanda 13: “Hai investito 200 € in una società che rende, a fine anno, il 5%. Che cosa devi fare per sapere quanto hai guadagnato?”

Risposte: “ $200 \times 0,05 = 10$ €; $200 \times 5 = 1.000$ €; $200 \times 100 / 5 = 4.000$ €; $200^5 = 320.000.000.000$ €; Non lo so.”

Di seguito vengono analizzate le risposte.

Da un’analisi complessiva relativa all’alfabetizzazione finanziaria notiamo come le donne siano più propense a sbagliare almeno una risposta o a dichiarare di non saperla. Il 64 % del campione femminile ha risposto commettendo almeno un errore, più precisamente il 14 % ha commesso 3 errori, il 29 % ha commesso due errori e, infine il 21 % ha commesso un solo errore. Solo il 36% del gruppo ha risposto correttamente a tutte le domande. Dando un primo sguardo a questi dati è subito chiaro che il gruppo di donne che ha commesso degli errori nelle domande a tema finanziario è molto ampio.

Analizzando invece il campione maschile emerge che il 67 % ha risposto correttamente a tutte e cinque le domande, il 27% ha commesso un errore e solo il 7 % ha commesso 4 errori.

Figura 30 -Analisi risposte FC del campione femminile

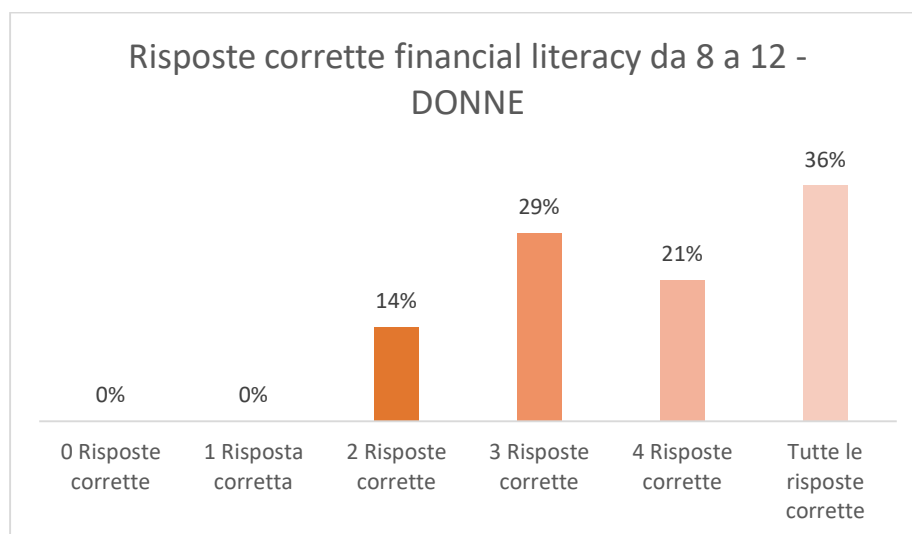
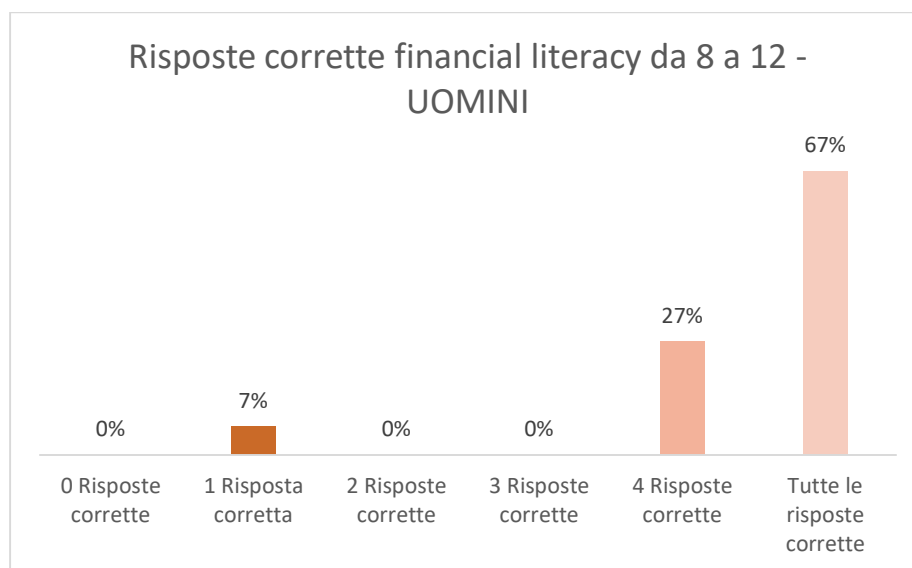


Figura 31 - Analisi risposte FC del campione maschile



I dati mostrano come emerge una differenza rilevante a supporto della tesi che le donne in media risulterebbero meno finanziariamente alfabetizzate, mentre gli uomini risultano avere un livello di conoscenza e alfabetizzazione finanziaria più elevata. Tuttavia, dall'analisi con le matrici di correlazione riporta un indice di -0.308 e un P-Value pari a 0.104, i dati significativi. Questo risultato potrebbe essere dovuto al fatto che il campione non risulta essere sufficientemente ampio per poter analizzare questo tema.

Tabella 11 - Pairwise correlations tra genere e alfabetizzazione finanziaria

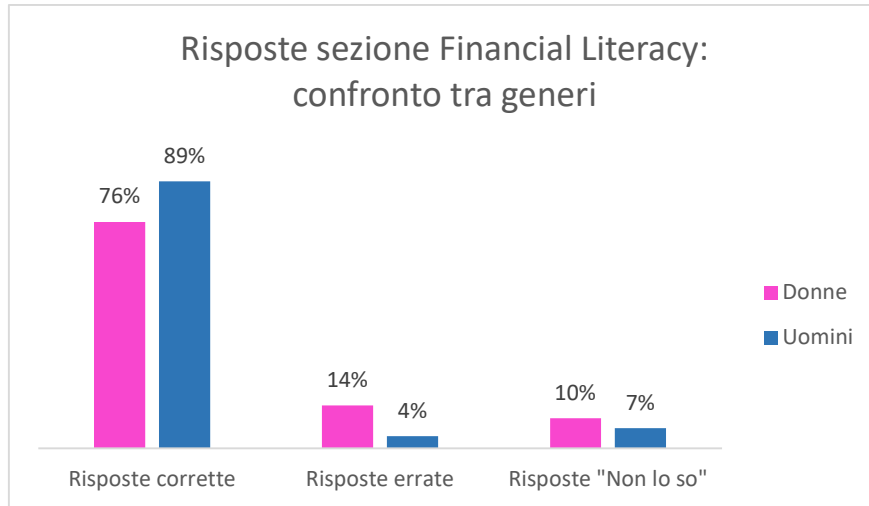
Variables	(1)	(2)
(1) Sesso	1.000	
(2) Risposte corrette FC	-0.308 (0.104)	1.000

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Inoltre, è interessante confrontare la percentuale di risposte "Non lo so" di entrambi i campioni, per le donne risulta essere circa l'10 % su un campione di 70 risposte totali alle domande (14 donne) mentre per l'uomo risulta essere il 7 % su un campione di 75 risposte complessive (15 uomini). Dal grafico riportato di seguito è interessante evidenziare nuovamente il gender gap tra le risposte corrette date dalla popolazione femminile e quelle date dalla popolazione maschile, rispettivamente il 76 % e l'89 %.

Concludiamo dunque che non vi sono evidenze statistiche per poter confermare una differenza significativa tra i campioni.

Figura 32 - Risposte sezione Financial Literacy



4.6 Analisi bias cognitivi

In questa sezione del questionario sono stati analizzati i bias cognitivi. A tal fine sono state poste alcune domande per identificare se un investitore fosse vittima o meno di un determinato bias. Con i dati raccolti, inoltre, si è tentato di investigare se sono presenti delle correlazioni tra genere, alfabetizzazione finanziaria e bias cognitivi.

Le prime due domande sono state poste al cliente per testare l'overconfidence bias, ovvero una distorsione cognitiva per cui una persona ha una fiducia eccessiva, sia verso le proprie abilità che verso le proprie conoscenze.

***Domanda 13:** "Il rendimento medio delle azioni negli ultimi 5 anni è stato dell'6,9%. Che rendimento ti aspetti per il tuo investimento azionario?"*

***Risposte:** "Meno del 6,9 %; Circa il 6,9 %; Sopra il 6,9 %; Ben sopra il 6,9 %."*

***Domanda 14:** "Quando il rendimento del tuo portafoglio si riduce, cosa credi che abbia causato questo evento?"*

***Risposte:** "Una decisione che hai preso riguardo l'investimento; In parte una tua decisione, in parte la sfortuna; La sfortuna."*

In questa sezione le ultime due risposte di ogni domanda sono legate all'overconfidence bias, per analizzare se gli intervistati trattino il denaro in modi diversi in base a come viene catalogato e destinato.

La domanda quindici e diciotto sono state ideate per far emergere il mental accounting bias e non sono state volutamente poste sequenzialmente nel questionario per evitare che, la loro vicinanza, potesse influenzare le risposte.

Domanda 15: "Immagina di doverti recare a un evento che attendevi da tempo e per il quale hai già speso 100 € per il biglietto d'ingresso. Arrivato sul posto, ti accorgi di averlo perso. Saresti disposto a spendere nuovamente il denaro necessario per acquistare un nuovo biglietto?"

Risposte: "Si; No."

Domanda 18: "Immagina di essere sul punto di partecipare a un evento molto atteso, il cui biglietto d'ingresso costa 100 € ma, quando arrivi sul posto, ti rendi conto di aver perso i contanti che avevi messo da parte per pagare. Nonostante ciò, saresti comunque disposto a spendere 100 € per entrare all'evento?"

Risposte: "Si; No."

In questo caso se l'intervistato dà una risposta uguale ad entrambe le domande allora non è soggetto a questa distorsione, mentre se risponde in maniera diversa ai due quesiti allora si può supporre che ricada nel bias.

Il quesito sedici è legato all'hyperbolic discounting bias, è una distorsione che misura la tendenza delle persone a preferire una ricompensa immediata, anche minore o più costosa, rispetto a delle ricompense future, che potrebbero risultare maggiori o meno costose.

Domanda 16: "Immagina di essere nel mezzo di un acquisto e di aver già raggiunto una spesa totale di 35 €. Tuttavia, per ottenere la spedizione gratuita, è necessario superare i 50 € di spesa complessiva, altrimenti dovresti pagare 15 € per la spedizione. Come procederesti in questa situazione?"

Risposte: "Acquisteresti dei prodotti in più per arrivare alla soglia dei 50 €; Acquisteresti i prodotti che ti servono e pagheresti la spedizione; Aspetteresti ad effettuare l'acquisto per vedere se più avanti possano servirti altri prodotti per arrivare alla soglia"

In questo caso è la prima risposta che corrisponde al bias descritto.

Infine, la domanda numero diciassette che è volta a misurare la propensione al rischio dell'intervistato.

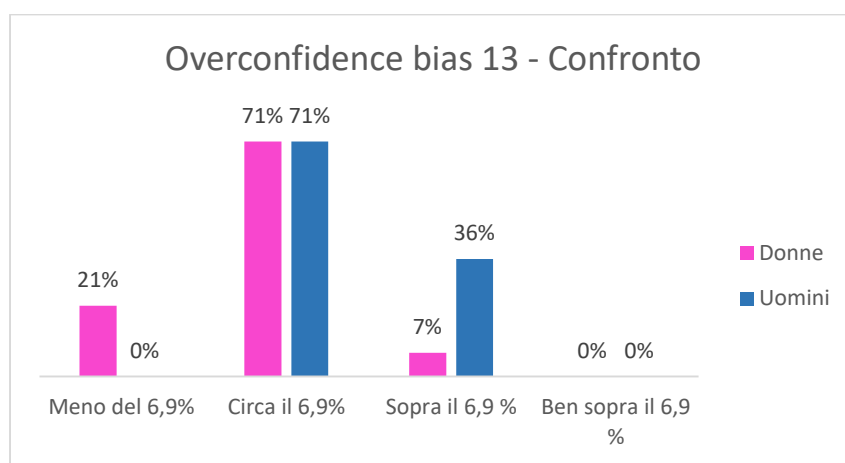
Domanda 17: "Quale tra i seguenti portafogli rappresenta maggiormente la tua propensione al rischio?"

Risposte: "Portafoglio con l'adozione di una strategia passiva ben diversificata; Portafoglio dove si realizzano rendimenti molto elevati a fronte di un maggior rischio; Portafoglio con visione più conservativa degli investimenti per preservare il proprio capitale."

Di seguito sono state analizzate le risposte dei partecipanti all'intervista.

Esaminando le risposte delle domande relative all'overconfidence bias si notano due cambi di tendenza tra i quesiti. Nella prima, dove viene trattato come argomento il rendimento di un'azione, notiamo che gli uomini sono stati molto più propensi a cadere in questa distorsione cognitiva. Infatti, il 36 % del campione maschile ha risposto "Sopra il 6,9 %", contro il 7 % delle donne. Il restante del campione, il 71 %, ha risposto "Circa il 6,9 %". Anche le donne hanno risposto per il 71 % su questa opzione, mentre il 21 % ha risposto "Meno del 6,9 %". Anche quest'ultimo dato era atteso in quanto, richiamando la letteratura del terzo capitolo, le donne tendono ad essere più pessimiste e conservative.

Figura 33 - Risposta alla domanda tredici: confronto del campione



Per quanto concerne la domanda numero quattordici, dai dati è emerso che sono soprattutto le donne a essere affette da questa distorsione cognitiva. Il 71 % del campione ha risposto alla domanda scegliendo una delle ultime due risposte, che evidenziano la presenza del bias. Mentre, solo il 29 % risulta non essere influenzato dalle distorsioni. Per gli uomini solo il 50 % sembra essere affetto da questa distorsione cognitiva, mentre il restante 29 % ha risposto correttamente.

Figura 34 - Risposta alla domanda quattordicesima: confronto del campione

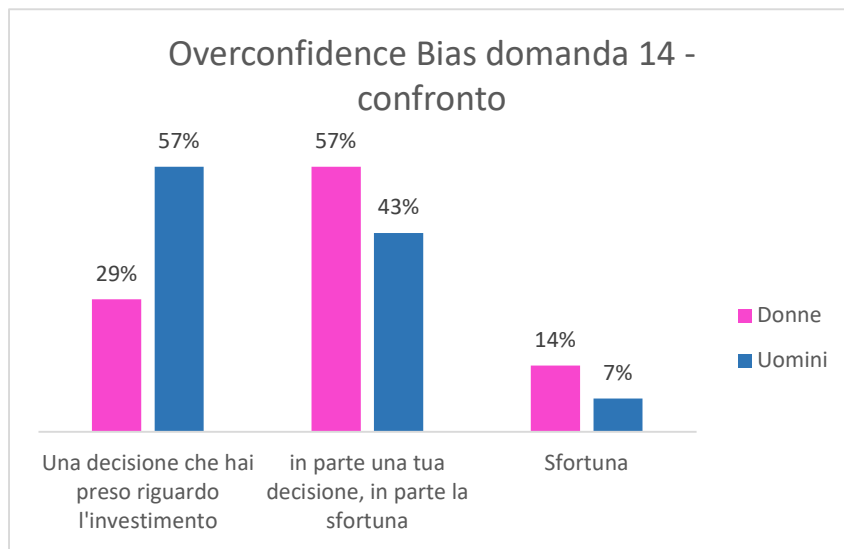
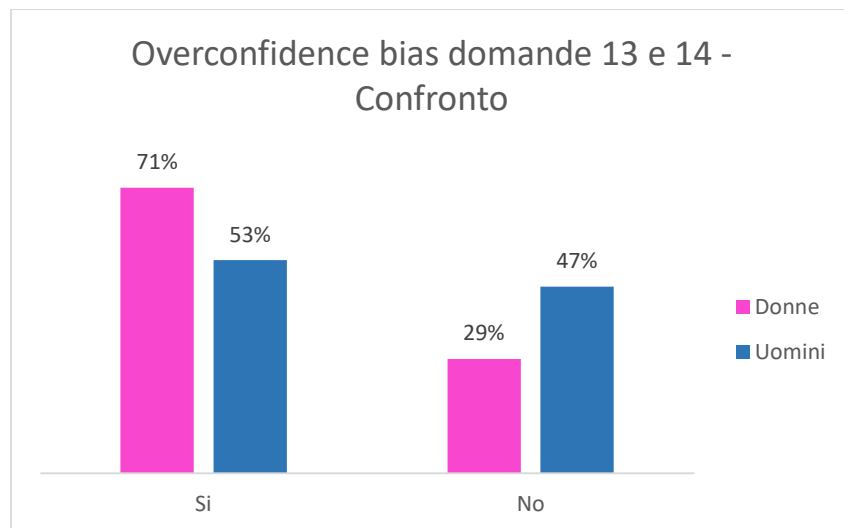


Figura 35 - Overconfidence bias tra i due campioni



In generale è risultato che le donne sono maggiormente influenzate da questo bias. Di conseguenza, è stata analizzata la correlazione tra bias, genere e alfabetizzazione finanziaria. Si può notare che, in realtà, vi è una correlazione molto debole tra genere e overconfidence bias con valore pari a -0.186 . Inoltre, il P-Value risulta essere non significativo con un valore di 0.333 . Ciò indica che non vi è nessuna evidenza statistica per affermare l'esistenza di una correlazione tra il genere dell'investitore e l'overconfidence bias. Anche tra l'alfabetizzazione finanziaria e il bias non viene evidenziata nessuna correlazione significativa in quanto l'indice è di 0.160 e il valore del P-Value è di 0.408 .

Il dato finale non restituisce nessun tipo di relazione forte con le variabili analizzate, ciò ci suggerisce che i soggetti a prescindere dal livello di educazione finanziaria e dal loro genere potrebbero essere comunque suscettibili alle distorsioni cognitive. Tuttavia, i dati potrebbero non rappresentare correttamente la situazione data la dimensione limitata del campione analizzato.

Tabella 12 - Pairwise correlations tra genere, FC e Overconfidence bias

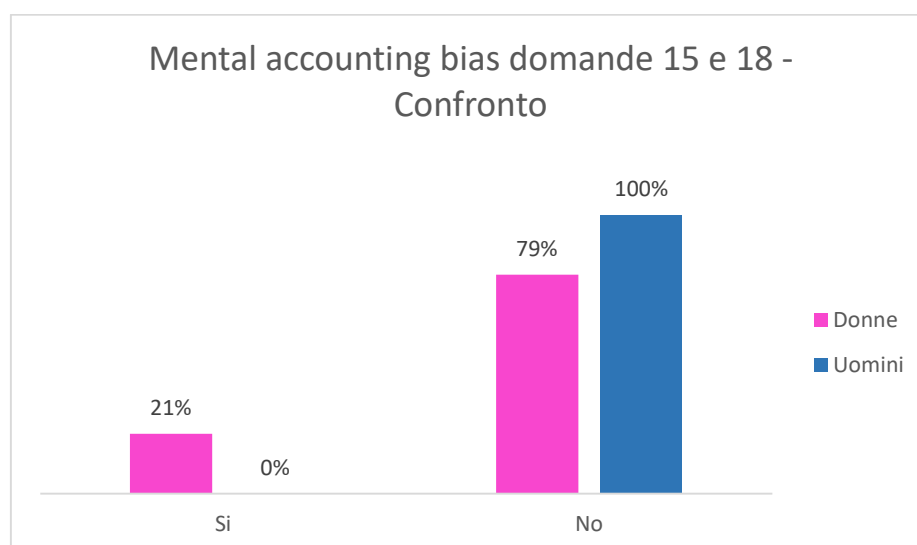
Variables	(1)	(2)	(3)
(1) Sesso	1.000		
(2) Rispostecorret~C	-0.308 (0.104)	1.000	
(3) Overconfidence~s	-0.186 (0.333)	0.160 (0.408)	1.000

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

La domanda quindici e la domanda diciotto trattano il tema del mental accounting bias. Come accennato in precedenza, se l'investitore risponde in modo diverso alle due domande significa che è soggetto a questo bias.

Analizzando i dati ricavati dal questionario emerge che il 100 % del campione maschile non è soggetto, mentre solo il 79% delle donne non lo è. Il restante 21 % ha risposto diversamente alle due domande.

Figura 36 - Risposte alle domande 15 e 18



Possiamo quindi affermare che le donne gestiscono il denaro in modo diverso in base alle situazioni o a come catalogano l'evento.

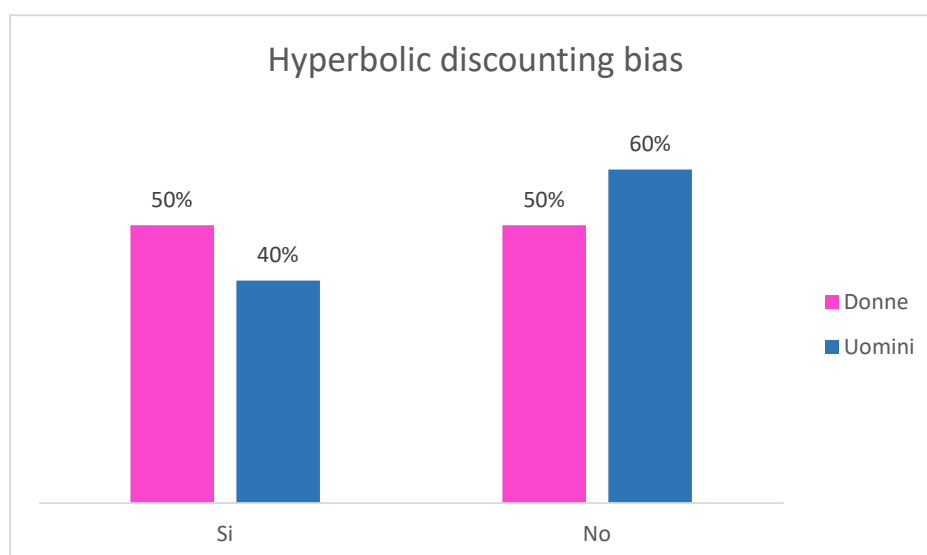
Esaminando la correlazione dei dati con le matrici di correlazione emerge, come per il caso precedente, che non vi sono correlazioni significative né tra bias e genere né tra bias e alfabetizzazione finanziaria. Si riscontra una correlazione negativa debole di -0.352 tra il genere e la distorsione analizzata e il valore del P-Value di 0.061 non indica una relazione significativa per questa analisi, nonostante il valore del P-Value abbia un valore molto vicino a quello critico di 0.05. Si può ipotizzare che le donne siano più inclini a soffrire del bias.

Tabella 13 - Pairwise correlations tra genere, Mental accounting bias e FC

Variables	(1)	(2)	(3)
(1) Sesso	1.000		
(2) Mental accounting bias	-0.352 (0.061)	1.000	
(3) Risposte corrette FC	-0.308 (0.104)	-0.060 (0.757)	1.000

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Figura 37 - Risposta alla domanda 16 del campione



Nella domanda sedici viene trattato il tema dell'hyperbolic discounting bias. In questo caso da una disamina dei dati si rivela una omogeneità nelle risposte: il 50 % del gruppo femminile è soggetto al bias, contro il 40 % del gruppo maschile e rispettivamente il 50 %

e il 60 % non ne soffre. Si può quindi desumere che non vi sia una correlazione tra questo bias e il genere dell'intervistato. Le analisi evidenziano che c'è un indice di correlazione di -0.100 ovvero una correlazione quasi nulla.

Tabella 14 - Pairwise correlations tra genere, Hyperbolic discount e FC

Variables	(1)	(2)	(3)
(1) Sesso	1.000		
(2) Hyperbolicdiscount bias	-0.100 (0.604)	1.000	
(3) Risposte corrette FC	-0.308 (0.104)	-0.076 (0.696)	1.000

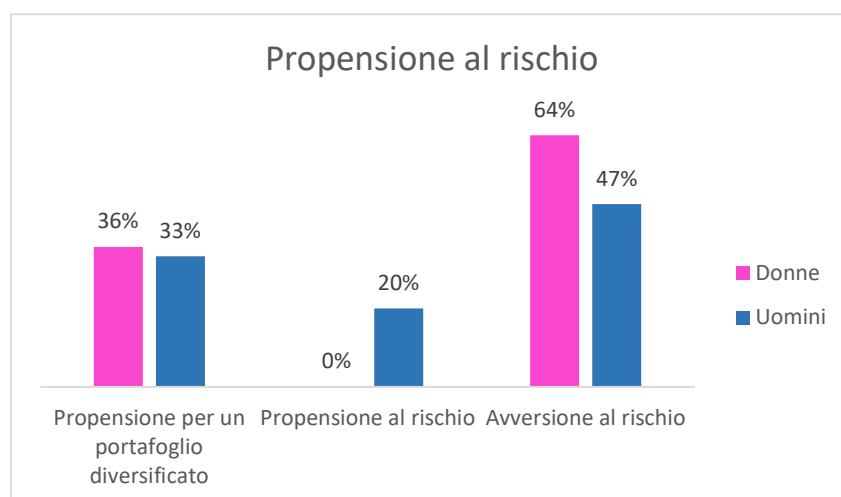
*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Si può trarre dunque la conclusione che tutti i bias portati in analisi non siano strettamente correlati con l'alfabetizzazione finanziaria dell'intervistato. Tuttavia, è comunque importante che venga investito maggiormente nell'educazione delle categorie più fragili, perché può aiutare gli investitori a mitigare gli effetti delle distorsioni cognitive nell'ambito delle decisioni finanziarie che sono state riscontrate su alcuni dati.

Mentre, per quanto riguarda la correlazione tra il genere e i bias non disponiamo di dati sufficienti per sottolineare una significatività statistica. Pertanto, dall'analisi svolta, concludiamo che per sostenere un'analisi accurata del fenomeno sia necessario un campione maggiore.

Al quesito numero diciassette di questa sezione si tratta il tema dell'avversione al rischio con una domanda relativa la scelta di un portafoglio con più o meno grado di rischiosità. Si nota subito come solo il 20 % del campione maschile decida per un portafoglio con un rischio più elevato, mentre nessuna delle donne del campione ha selezionato questa scelta. Il 33 % degli uomini opta per un portafoglio diversificato, mentre il restante 47 % risulta avverso al rischio. Per le donne invece risulta maggiore l'avversione al rischio, infatti il 64 % sceglie l'opzione più conservativa, mentre il restante 36 % opta per un portafoglio differenziato. È interessante notare come la maggior parte del campione femminile tenda ad attuare un atteggiamento più previdente.

Figura 38 - Confronto della propensione al rischio del campione



Tramite la matrice di correlazione emerge che non vi è sufficiente evidenza statistica sul fatto che il sesso sia associato alla propensione al rischio in quanto vi è una correlazione negativa molto debole. Tuttavia, appare una correlazione positiva moderata, di valore 0.407, tra la propensione al rischio dell'investitore e la sua conoscenza in ambito finanziario. A supporto di questa statistica c'è anche il valore del P-Value di 0.028. Essendo inferiore al valore critico di 0.05 si può affermare che un aumento della propensione al rischio sia associata a una maggiore alfabetizzazione finanziaria. Questo dato ci suggerisce che una maggiore propensione al rischio è strettamente correlata con l'aumentare delle conoscenze in ambito finanziario e che coloro che hanno maggiore dimestichezza in tema sono più propensi ad assumersi dei rischi. Pertanto, giungiamo alla conclusione che le donne essendo sono meno inclini a scegliere un portafoglio con una volatilità maggiore.

Tabella 15 - Pairwise correlations tra genere, propensione al rischio e FC

Variables	(1)	(2)	(3)
(1) Sesso	1.000		
(2) Propensione al rischio	-0.279 (0.143)	1.000	
(3) Risposte corrette FC	-0.308 (0.104)	0.407* (0.028)	1.000

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

4.7 Analisi dei Big Five

Nella sezione del questionario dedicata ai Big Five troviamo una tabella con elencate delle caratteristiche comportamentali e dove si chiede ai partecipanti dell'indagine di autovalutarsi su una scala Likert da 1 a 7. Questo modello va ad analizzare cinque dimensioni della personalità umana:

1. **Estroversione**, misura il livello di socievolezza delle persone, alti punteggi equivalgono ad un'alta estroversione, mentre livelli più bassi evidenziano la riservatezza del soggetto;
2. **Stabilità emotiva**, ovvero persone con un punteggio alto tendono ad essere più instabili emotivamente, più stressati, mentre quelli con punteggi più bassi sono più emotivamente stabili.
3. **Gradevolezza**, dove si misura se le persone sono compassionevoli e aperti alla cooperazione. Pertanto, i punteggi alti si riferiscono alle persone che risultano avere più empatia e compassione, mentre, i punteggi inferiori si riferiscono alle persone maggiormente competitive ed indipendenti.
4. **Coscienziosità**, i punteggi alto fanno riferimento ai tratti delle persone meticolose e disciplinate, mentre i punteggi bassi a quelle maggiormente spontanei e spensierati.
5. **Apertura all'esperienza**, è il grado di curiosità e apertura mentale di una persona, più il punteggio è alto più si avvicina a queste caratteristiche, più è basso e più le persone tendono a essere tradizionaliste o resistenti al cambiamento.

Per calcolare questi tratti si è dovuto prendere il punteggio delle prime 5 domande e il punteggio inverso per i loro contrari (indicati di seguito con R), dunque:

- Estroversione domanda 1 e 6R;
- Gradevolezza domanda 2R e 7;
- Coscienziosità domanda 3 e 8R;
- Stabilità emotiva domanda 4R e 9;
- Aperto all'esperienza domanda 5 e 10R.

Sono stati analizzati, dunque, i risultati del campione femminile riportati nella tabella di seguito (Tab. 14).

Tabella 16 - Big Five campione femminile

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Estroversione	14	3.893	1.666	1	7
Gradevolezza	14	5.679	1.012	3	7
Coscienziosità	14	5.964	.93	4	7
Stabilità emotiva	14	4.679	1.265	1.5	7
Aperto all'esperienza	14	4.75	1.729	1	7

Per la dimensione relativa all'estroversione, le persone di sesso femminile riportano una moderata tendenza a essere estroverse, infatti si nota una media del 3.893. Inoltre, emerge anche un valore moderato relativamente alla deviazione standard, valore che indica che all'interno del campione ci sono delle differenze su come le donne si percepiscono.

Per la caratteristica della gradevolezza è stata analizzata la litigiosità contro la comprensività, affettuosità. In questo caso il campione si percepisce come gradevole con una media di 5.679 e una deviazione standard di 1.012. Pertanto, si nota che la maggior parte del campione ha risposto similmente a questa domanda.

Anche relativamente alla coscienziosità troviamo una media molto alta di 5.964, quindi tendenzialmente le donne si percepiscono come meticolose e disciplinate. A conferma di ciò emerge anche una deviazione standard con un valore basso di 0.93, riscontrando una certa omogeneità nelle risposte.

Per quanto riguarda la stabilità emotiva risulta una media poco più alta del centro della scala analizzata, con un valore pari a 4.679. Inoltre, emerge una variabilità delle risposte discreta con una deviazione standard pari a 1.265.

Infine, osservando i dati relativi al grado di curiosità e apertura mentale della persona, riscontriamo una media poco più alta rispetto al centro della scala, con un valore di 4.75. Questi risultati rivelano una tendenza del campione femminile verso la coscienziosità e la gradevolezza, mentre per la stabilità emotiva e l'apertura alle nuove esperienze sono state registrate variazioni molto più significative nelle risposte.

Di seguito andiamo ad interpretare i dati relativi al campione maschile (Tab 15).

Tabella 17 - Big Five campione maschile

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Estroversione	15	3.667	1.397	1.5	6.5
Gradevolezza	15	5.667	.976	2.5	6.5
Coscienziosità	15	5.667	1.029	3.5	7
Stabilità emotiva	15	5.667	1.063	3	7
Aperto all'esperienza	15	5.133	1.077	4	7

La media della dimensione relativa all'estroversione risulta, per il campione maschile, inferiore rispetto a quella femminile con un valore di 3.667. Da questi dati deduciamo che gli uomini presenti nel campione tendono ad essere più riservati. Tuttavia, si nota un valore moderato della deviazione standard di 1.397, portandoci alla conclusione che all'interno del gruppo non c'è un'omogeneità nella risposta a questa domanda.

Per l'indice di gradevolezza emerge che gli uomini tendono a percepirsi aperti alla cooperazione e gradevoli con una media di punteggio di 5.667 e una deviazione standard media/bassa di 0.976. Per cui non si ravvisano discostamenti significativi all'interno del campione.

Anche gli uomini, come le donne, si avvertono come persone meticolose e disciplinate con una media di coscienziosità di 5.667 e una deviazione standard di 1.029.

Un dato interessante che emerge è che gli uomini si definiscono più stabili emotivamente rispetto alle donne con una media di 5.667.

Infine, risultano anche maggiormente aperti alle nuove esperienze rispetto al campione femminile con una media di 5.133. Questo dato fa emergere quanto visto in precedenza, ovvero se gli uomini sono più aperti mentalmente, posso risultare anche maggiormente propensi ad uscire dalla propria comfort zone, essendo più propensi ad ascoltare i consigli dei consulenti finanziari in tema di nuovi investimenti.

Questi risultati mostrano una tendenza generalmente positiva del campione a mostrarsi come gradevoli, stabili mentalmente e stabile emotivamente. Mentre si mostrano delle variazioni moderate per la caratteristica di estroversione.

Tuttavia, se andiamo ad esaminare la correlazione tra queste cinque dimensioni del comportamento ed il sesso dell'intervistato non emergono delle correlazioni statisticamente significative, tranne che per la stabilità emotiva per cui emerge un indice di correlazione negativo moderato di -0.402 e un P-Value di 0.031. L'analisi mostra che solo la stabilità emotiva ha una correlazione statisticamente significativa con il sesso.

Ciononostante, emergono delle correlazioni tra le diverse dimensioni, ovvero tra estroversione e gradevolezza, tra stabilità emotiva e gradevolezza e tra stabilità emotiva e coscienziosità.

Tabella 18 - Pairwise correlations tra genere e Big Five

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) Sesso	1.000					
(2) Estroversione	0.076 (0.694)	1.000				
(3) Gradevolezza	0.006 (0.975)	-0.397* (0.033)	1.000			
(4) Coscienziosità	0.155 (0.422)	0.158 (0.413)	0.307 (0.105)	1.000		
(5) Stabilità emotiva	-0.402* (0.031)	0.142 (0.463)	0.419* (0.024)	0.433* (0.019)	1.000	
(6) Aperto all'esperienza	-0.138 (0.476)	0.274 (0.150)	-0.297 (0.118)	-0.117 (0.545)	0.268 (0.160)	1.000

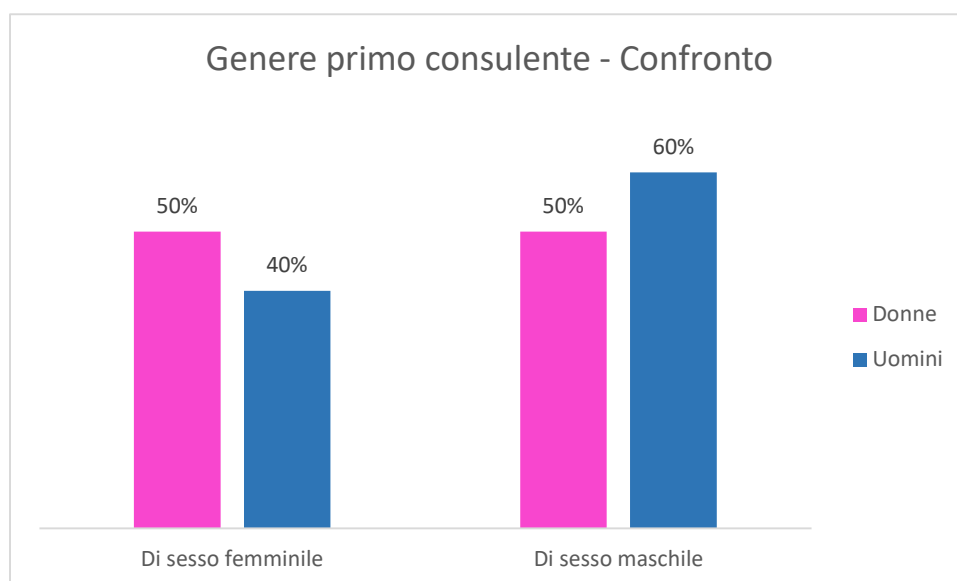
*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

4.8 Analisi storia del portafoglio

Analizzando la sezione del questionario relativa alla storia del portafoglio è stata analizzata il rapporto con il proprio consulente, partendo dal suo genere fino ad esaminare le caratteristiche comportamentali che lo distinguono.

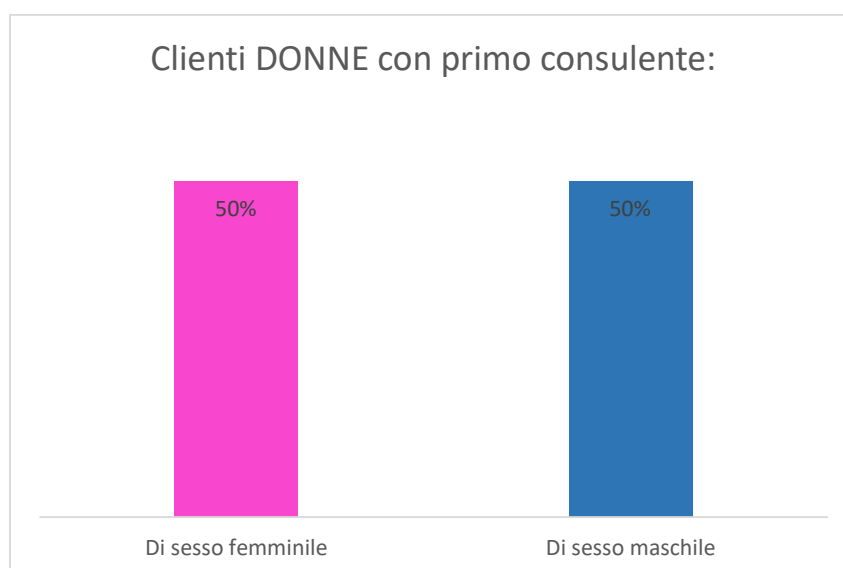
La prima domanda che è stata posta all'intervistato è se il suo consulente fosse di sesso maschile o femminile.

Figura 39 - Risposta domanda ventidue sul genere del consulente



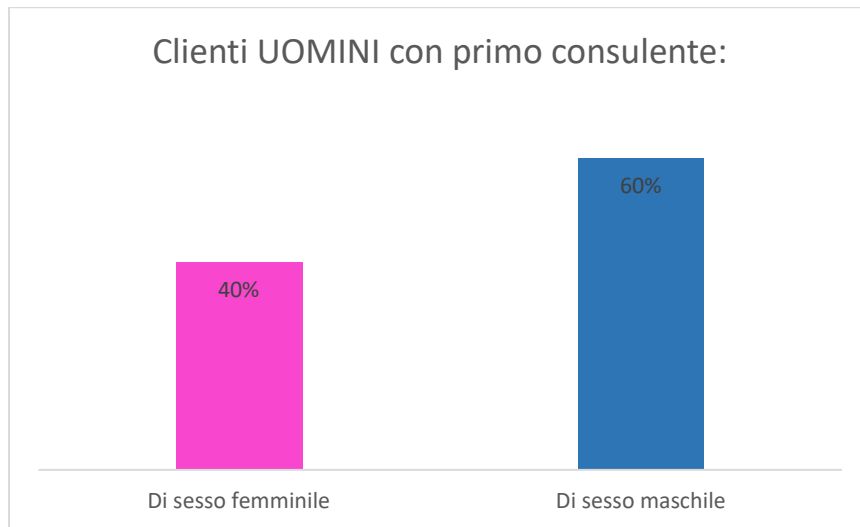
Dai dati emerge che per il campione femminile vi è una omogeneità tra consulente di sesso femminile e consulente di sesso maschile. Infatti, il 50 % del gruppo ha dichiarato di avere come promotore, una persona di sesso femminile. Il restante 50 % dichiara di avere un consulente del sesso opposto.

Figura 40 - Risposta domanda ventidue campione femminile



Per quanto riguarda il campione maschile si evidenzia che è più incline a scegliere un consulente dello stesso sesso; infatti, il 40 % dichiara di avere come primo consulente una persona di sesso femminile, mentre il 60 % ha un consulente di sesso maschile.

Figura 41 - Risposta domanda ventidue campione maschile



Tuttavia, non si riscontra una diversità pronunciata tra le scelte degli investitori e questo si può riscontrare anche tramite il test di Kruskal e Wallis riportato di seguito. Da questo studio emergere che non è presente nessuna correlazione statisticamente significativa in merito.

Tabella 19 - Pairwise correlations tra genere investitore e genere consulente

Variables	(1)	(2)
(1) Sesso	1.000	
(2) Genere primo consulente	0.100 (0.604)	1.000

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Figura 42 - - Kruskal-Wallis test tra genere dell'investitore e genere del consulente

Sesso	Obs	Rank sum
Uomo	15	214.50
Donna	14	220.50

chi2(1) = **0.210**
 Prob = **0.6468**

chi2(1) with ties = **0.283**
 Prob = **0.5949**

La seconda domanda riguarda gli anni di rapporto che intercorrono tra il consulente ed il cliente. Anche in questo caso non si riscontrano grandi differenze tra i campioni rilevando una media tra le donne di 10.929 anni e 8.467 per gli uomini. In questo caso la deviazione standard è molto alta per entrambi i gruppi, si nota dunque una variabilità molto alta delle risposte dei campioni. Partendo da un minimo di 1 anno ad un massimo di 20 anni per le donne e un minimo di 1 anni e un massimo di 24 anni per gli uomini.

Tabella 20 - Anni di rapporto con il consulente del campione femminile

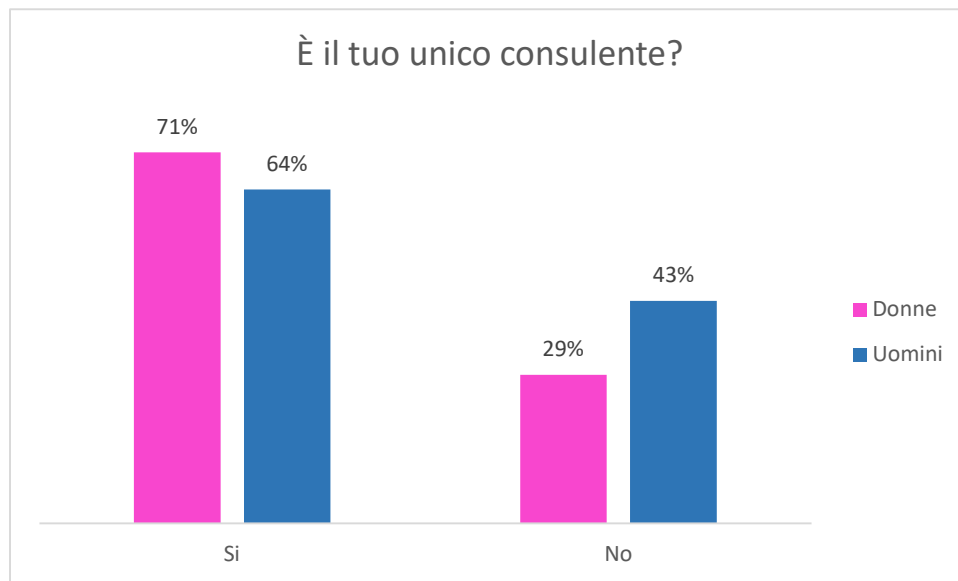
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Anni di rapporto	14	10.929	7.731	1	20

Tabella 21 - Anni di rapporto con il consulente del campione maschile

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Anni di rapporto	15	8.467	7.53	1	24

Successivamente, nella domanda venticinque, si è chiesto agli intervistati se quello indicato in precedenza era l'unico consulente che avevano e se veniva risposto "no" compariva un'ulteriore domanda dove veniva chiesto il genere del secondo consulente. Il 71 % del campione femminile ha dichiarato di non avere altri consulenti, contro il 64 % del campione maschile. Mentre, il restante 29 % per le donne e il 43 % per gli uomini ha affermato di avere un ulteriore consulente.

Figura 43 - Risposte domanda venticinque



Nella domanda numero ventisei è stato chiesto agli intervistati di indicare su una scala Likert da 1 a 5 quanto alcune caratteristiche fossero importanti nel rapporto con il consulente. Le caratteristiche analizzate sono: professionalità, empatia, trasparenza, organizzazione e sincerità.

Tabella 22 - Importanza delle caratteristiche dei consulenti del campione femminile

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Professionalità	14	5	0	5	5
Empatia	14	4.643	.633	3	5
Trasparenza	14	5	0	5	5
Organizzazione	14	4.643	.929	2	5
Sincerità	14	5	0	5	5

Tabella 23 - Importanza delle caratteristiche dei consulenti del campione maschile

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Professionalità	15	5	0	5	5
Empatia	15	4.333	.724	3	5
Trasparenza	15	4.8	.414	4	5
Organizzazione	15	4.4	.91	2	5
Sincerità	15	4.933	.258	4	5

Analizzando i dati sopra riportati è interessante come l'intero campione abbia risposto con il massimo punteggio (5) all'importanza della professionalità nel rapporto con il consulente. Con questo dato possiamo dedurre che la caratteristica di professionalità tra il rapporto consulente-cliente sia essenziale e fondamentale. Questo potrebbe portare ad assumere che questa caratteristica sia rilevante nella costruzione di un rapporto duraturo

con il consulente. Risulta essenziale per le istituzioni garantire che i propri consulenti mantengano un livello di professionalità elevato in modo da garantire un rapporto di successo con il cliente.

Per quanto riguarda l'empatia notiamo una leggera differenza tra il campione femminile e quello maschile, la media è rispettivamente di 4.643 e 4.333 e la deviazione standard risulta leggermente inferiore nelle donne. Da questi dati emerge che le donne hanno fornito risposte con punteggi più alti e con una variabilità minore.

Anche la caratteristica della trasparenza viene considerata diversamente tra i campioni, l'intero gruppo delle investitrici donne hanno risposto alla domanda dando il punteggio massimo e quindi ritenendo la trasparenza una caratteristica essenziale nel rapporto con il consulente. Mentre, gli uomini hanno una media delle risposte di 4.8 che risulta comunque alto come punteggio. Tuttavia, si riscontra tramite la deviazione standard, anche se minima, una varianza nelle risposte.

La quarta domanda riguardava il requisito dell'organizzazione, ritenuto importante da entrambi i gruppi con una media di 4.643 per le donne e 4.4 per gli uomini. anche in questa caratteristica si nota un leggero discostamento tra la media maschile, che risulta più bassa, e quella femminile. Complessivamente non risulta eccessivamente significativa questa differenza.

Infine, per quanto riguarda la caratteristica relativa alla sincerità si evince che per entrambi i campioni risulta importante dato le medie alte che hanno evidenziato i dati. Ciononostante, le donne hanno risposto tutte quante con il punteggio massimo, mentre gli uomini hanno dato un punteggio medio di 4.933.

Concludendo, possiamo affermare che tutti i campioni hanno dimostrato una omogeneità nelle risposte, quello femminile tende ad avere medie più alte e deviazioni standard più basse, suggerendo così una maggiore coerenza nelle risposte.

La domanda numero ventisette del questionario è una domanda a scelta multipla che è stata strutturata in modo tale da poter riscontrare dei pregiudizi di genere nelle caratteristiche degli investitori. Sono stati selezionati dalla letteratura quattro pregiudizi di genere legati al sesso femminile e cinque pregiudizi di genere legati a quello maschile. Effettuando una prima analisi con la matrice di correlazione di Pearson notiamo alcune correlazioni interessanti.

Tabella 24 - Pairwise correlations tra genere del primo consulente e le caratteristiche principali

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(1) Genere consulente primo	1.000									
(2) Empatia	0.155 (0.422)	1.000								
(3) Sicurezza	-0.455* (0.013)	0.051 (0.791)	1.000							
(4) Comunicazione efficace	-0.064 (0.741)	0.086 (0.656)	0.287 (0.130)	1.000						
(5) Razionalità	0.024 (0.901)	0.005 (0.979)	0.239 (0.211)	0.246 (0.198)	1.000					
(6) Collaborazione	0.091 (0.639)	0.420* (0.023)	-0.021 (0.913)	-0.208 (0.278)	0.091 (0.639)	1.000				
(7) Ambizione	0.444* (0.016)	0.052 (0.788)	-0.386* (0.038)	-0.201 (0.297)	-0.159 (0.409)	0.247 (0.197)	1.000			
(8) Assertività	-0.170 (0.377)	-0.282 (0.139)	0.196 (0.309)	0.117 (0.547)	0.210 (0.275)	-0.306 (0.106)	-0.076 (0.697)	1.000		
(9) Flessibilità	-0.091 (0.639)	0.414* (0.026)	0.021 (0.913)	-0.137 (0.479)	0.064 (0.741)	0.381* (0.041)	0.201 (0.297)	-0.117 (0.547)	1.000	
(10) Competitività	0.028 (0.884)	-0.112 (0.564)	-0.263 (0.168)	-0.136 (0.480)	0.028 (0.884)	-0.136 (0.480)	-0.109 (0.574)	-0.051 (0.791)	0.136 (0.480)	1.000

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Dalla ricerca emerge che c'è una correlazione negativa moderata di valore - 0.455 tra il genere del primo consulente e il livello di sicurezza che il consulente trasmette al cliente. Ciò significa che i consulenti di sesso maschile sembrano emanare maggiore sicurezza ai clienti, rispetto alle consulenti donna. A sostegno di questa affermazione possiamo apprendere dalle tabelle riportate di seguito che il 76,92 % del campione che ha una consulente donna non ha selezionato la casella "Sicurezza" come caratteristica che riconosce nel suo consulente. Mentre, per coloro che hanno un consulente di sesso maschile hanno dichiarato di riconoscere quella caratteristica per il 68,75 %. In base a quanto studiato nei capitoli precedenti possiamo affermare che questa percezione potrebbe essere influenzata dai bias di genere che possono portare il cliente a considerare i consulenti di sesso maschile come una fonte di maggiore sicurezza indipendentemente dalle competenze del consulente, maschio o femmina che sia.

Tabella 25 - Tabella Sicurezza consulente donna

Sicurezza	Freq.	Percent	Cum.
Non selezionato	10	76.92	76.92
Selezionato	3	23.08	100.00
Total	13	100.00	

Tabella 26 - Tabella Sicurezza consulente uomo

Sicurezza	Freq.	Percent	Cum.
Non selezionato	5	31.25	31.25
Selezionato	11	68.75	100.00
Total	16	100.00	

Al contrario, viene riscontrata una correlazione moderata positiva di valore 0.444 tra il genere del consulente e la caratteristica dell'ambizione. A conferma di questa statistica vi è il valore del P-Value pari a 0.016, che ci indica che la relazione può essere considerata statisticamente significativa. Contrariamente a quanto ci si potrebbe aspettare, questa correlazione sottolinea che i clienti hanno ritrovato questa caratteristica maggiormente nelle consulenti di sesso femminile. Le aspettative erano differenti in quanto, generalmente, questo tratto caratteristico viene riconosciuto come un pregiudizio di genere maschile. Pertanto, la scoperta di questi dati può portare a pensare che vi sia in corso un cambiamento relativo ai pregiudizi di genere, dove le donne sempre di più vengono ritenute ambiziose e capaci.

Sebbene solo il 30,77 % del campione ha riconosciuto l'ambiziosità nella sua consulente è risulta rilevante rispetto al fatto che, per i consulenti uomini, questa caratteristica non è stata riconosciuta.

Tabella 27 - Tabella Ambizione consulente donna

Ambizione	Freq.	Percent	Cum.
Non selezionato	9	69.23	69.23
Selezionato	4	30.77	100.00
Total	13	100.00	

Tabella 28 - Tabella Ambizione consulente uomo

Ambizione	Freq.	Percent	Cum.
Non selezionato	16	100.00	100.00
Total	16	100.00	

4.9 Analisi fiducia

In quest'ultima sezione del questionario si è tentato a valutare la fiducia dei clienti nei confronti del consulente finanziario. Per fare ciò sono state inserite due domande su una scala Likert da 1 a 5. Una per testare la fiducia nei confronti di amici, parenti e altre persone per capire generalmente quanto le persone si fidano dei loro cari; mentre, la seconda domanda è mirata verso le istituzioni finanziarie e il proprio consulente.

Eseguendo un'analisi sulla media e la deviazione standard emerge che la fiducia verso la famiglia è moderatamente alta, con una media di 3.103, nonostante la deviazione standard di 0.86 indichi che c'è una variabilità delle risposte anche se non eccessivamente elevata. La fiducia verso gli amici è più bassa rispetto a quella per i famigliari, infatti, si è riscontrato un valore di 2.207 e una variabilità significativa tra gli intervistati. Benché il valore della fiducia risulti basso per gli amici si notano dei valori ancora più bassi a mano a mano che ci si distanzia a livello conoscitivo. Pertanto, si può dedurre che meno rapporti intercorrono tra le persone e più si tende a essere diffidenti.

Tabella 29 - Fiducia verso famigliari, amici e terzi del campione

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Famiglia	29	3.103	.86	1	4
Vicini	29	1.69	.761	1	3
Amici	29	2.207	.902	1	4
Conoscenti	29	1.655	.67	1	3
Gente che incontri per la prima volta	29	1.379	.561	1	3
Persone di un'altra nazione	29	1.793	.819	1	3

Nonostante, la fiducia verso le istituzioni risulta essere maggiore rispetto a quella verso la maggior parte delle altre entità, questo implica che le istituzioni vengono comunque percepite positivamente e risultano per il cliente affidabili. In questo caso la fiducia massima viene affidata al proprio consulente finanziario con una media di 3.586. Inoltre, si evidenzia una variabilità poco significativa di 0.501 che indica che il campione quasi per la sua totalità ha risposto omogeneamente alla domanda e potrebbe essere un indicatore di un buon livello di servizio offerto dai consulenti ai propri clienti. Questo

dato è molto importante in quanto affidarsi al proprio consulente è la base della costruzione di un rapporto con il promotore finanziario. Questa relazione è molto importante in quanto un buon rapporto implica una comunicazione più aperta e una possibilità maggiore per il cliente di raggiungere più velocemente i propri obiettivi.

Tabella 30 - Fiducia verso le istituzioni del campione

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Il sistema bancario italiano	29	2.586	.682	1	3
La mia banca	29	3.034	.626	1	4
Il mio consulente	29	3.586	.501	3	4

4.10 Test univariati di relazioni tra le variabili

In questo paragrafo saranno analizzate alcune variabili appena studiate per capire se esistono delle correlazioni tra i dati. In particolare, verrà usato il test di Kruskal-Wallis, un test non parametrico che confronta le medie tra due o più ranghi indipendenti.

Questo test sfrutta il valore chi-quadrato che viene utilizzato per definire se è presente una differenza rilevante tra i dati posti in analisi e le aspettative teoriche.

Come prima analisi viene preso il campione femminile e suddiviso in due sotto campioni:

- Le donne che hanno un consulente uomo;
- Le donne che hanno un consulente donna.

I gruppi appena elencati vengono poi posti in relazione con il patrimonio gestito delle donne che è stata posta in modo tale da evidenziare se emergono delle correlazioni tra il genere dei consulenti e il patrimonio gestito delle donne.

Figura 44 - Kruskal-Wallis test tra patrimonio gestito e genere del consulente del campione femminile

gruppo	Obs	Rank sum
Consulente di sesso maschile	7	43.50
Consulente di sesso femminile	7	61.50

chi2(1) = **1.322**
 Prob = **0.2502**

chi2(1) with ties = **1.547**
 Prob = **0.2136**

In questo caso il test di Kruskal-Wallis non evidenzia nessuna evidenza statistica con un valore del chi2 pari a 1.322 e un P-Value di 0.2502.

Pertanto, si procede ad un'ulteriore analisi per poter analizzare meglio il campione.

Tabella 31 - distribuzione dati sul patrimonio gestito del gruppo con consulente donna campione femminile

Patrimonio gestito	Freq.	Percent	Cum.
Fino a 50.000 €	1	14.29	14.29
50.000 -100.000 €	4	57.14	71.43
250.000 - 500.000 €	1	14.29	85.71
500.000 - 1.000.000 €	1	14.29	100.00
Total	7	100.00	

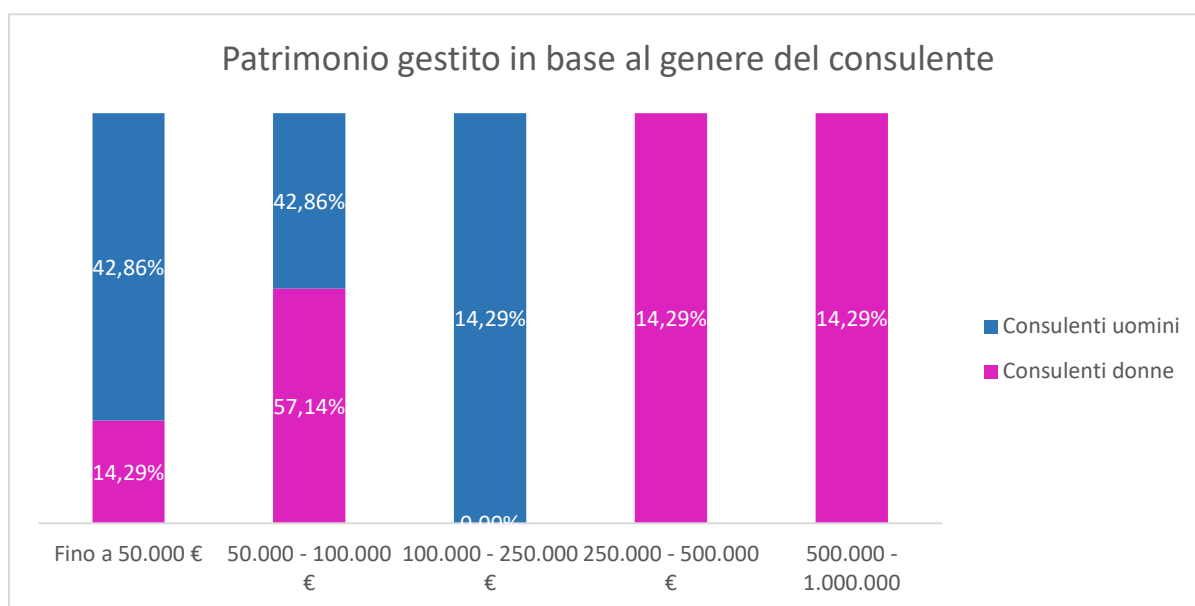
Tabella 32 - distribuzione dati sul patrimonio gestito del gruppo con consulente uomo campione femminile

Patrimonio gestito	Freq.	Percent	Cum.
Fino a 50.000 €	3	42.86	42.86
50.000 -100.000 €	3	42.86	85.71
100.000 - 250.000 €	1	14.29	100.00
Total	7	100.00	

Analizzando i dati sopra riportati emerge che per il gruppo che ha una consulente donna, risultano appartenere a fasce di patrimonio più alte, infatti l'85,72 % del campione appartiene alle fasce superiori ai 50.000 €. Mentre le donne che hanno un consulente uomo tendenzialmente hanno patrimoni più bassi, risulta infatti che il 42,86 % abbia un patrimonio inferiore ai 50.000 €.

Tuttavia, a causa del campione di dimensione limitata non si può arrivare ad una conclusione. Sarebbe, dunque, utile analizzare un campione più ampio per poter cercare di capire se c'è una correlazione significativa tra il sesso dell'investimento e il patrimonio d'investimento che detiene.

Figura 45 - Patrimonio gestito del campione femminile in base al genere del consulente finanziario



In seguito, sempre in base al genere di consulente vengono eseguite ulteriori analisi.

Di seguito viene posto in relazione il genere del consulente con la propensione al rischio per andare a indagare se il genere del consulente possa influenzare le scelte d'investimento delle clienti.

Figura 46 - Kruskal-Wallis test tra propensione al rischio e genere del consulente del campione femminile

gruppo	Obs	Rank sum
Consulente di sesso maschile	7	42.00
Consulente di sesso femminile	7	63.00

chi2(1) = **1.800**
 Prob = **0.1797**

chi2(1) with ties = **2.600**
 Prob = **0.1069**

Dai dati è evidente una differenza tra la somma dei ranghi dei due gruppi, suggerendo che i ranghi del gruppo di consulenti di sesso femminile tendono ad essere più alti di quelli del gruppo con consulenti di sesso maschile. Tuttavia, il valore chi2, ovvero il risultato del test statistico chi-quadrato, di 1.800 e il P-Value di 0.1797 indicano che non c'è una

differenza statisticamente significativa. Siccome questo risultato potrebbe essere dovuto dalla dimensione limitata del campione andiamo ad analizzare ulteriormente il dato attraverso la sua distribuzione.

Tabella 33 - Distribuzione dati sull'aversione al rischio gruppo consulente donna campione femminile

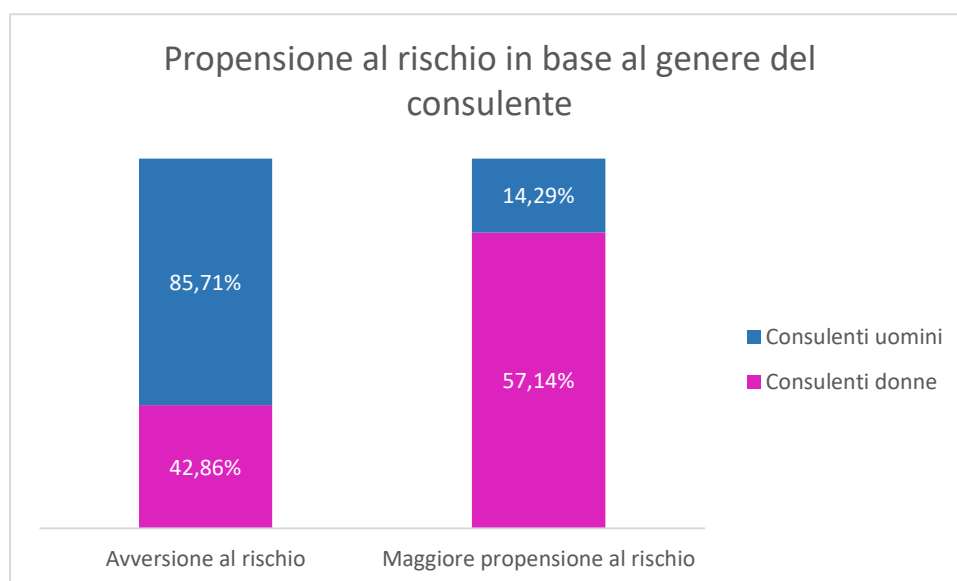
Propensione al rischio	Freq.	Percent	Cum.
Avversione al rischio	3	42.86	42.86
Maggiore propensione al rischio	4	57.14	100.00
Total	7	100.00	

Tabella 34 - Distribuzione dati sull'aversione al rischio gruppo consulente uomo campione femminile

Propensione al rischio	Freq.	Percent	Cum.
Avversione al rischio	6	85.71	85.71
Maggiore propensione al rischio	1	14.29	100.00
Total	7	100.00	

Dall'analisi dei risultati di questa indagine emerge un risultato rilevante, si evidenzia che in base al genere del consulente la variabile della propensione al rischio cambia per le donne. Il 57,14 % del gruppo con consulente di sesso femminile risulta maggiormente propensa al rischio contro il 14,29 % del gruppo con consulente di sesso maschile. Mentre il restante 42,86 % per il primo campione e l'85,71 % del secondo risultano avverse al rischio. Si evince una differenza chiara tra i due gruppi, ovvero che il gruppo con consulenti donne hanno una propensione al rischio maggiore essendo più incline ad un portafoglio maggiormente diversificato e con un moderato livello di rischio.

Figura 47 - Propensione al rischio del campione femminile in base al genere del consulente finanziario



Successivamente si va ad indagare se è presente una relazione anche con la percentuale di portafoglio azionario detenuto.

Figura 48 - Kruskal-Wallis test tra % FCI azionario e genere del consulente del campione femminile

gruppo	Obs	Rank sum
Consulente di sesso maschile	7	42.00
Consulente di sesso femminile	7	63.00

chi2(1) = **1.800**
 Prob = **0.1797**

chi2(1) with ties = **1.800**
 Prob = **0.1797**

Il test di Kruskal-Wallis fa emergere che, sebbene i risultati finali risultino non significativi con un chi2 di 1.800 e un P-Value di 0.1797, dalla somma dei ranghi notiamo una differenza tra i due gruppi. Pertanto, andando ad approfondire l'analisi si scopre che, tendenzialmente, il gruppo che ha un consulente donna avendo una propensione al rischio maggiore tende anche ad avere una percentuale di portafoglio azionario maggiore rispetto alle donne che hanno un consulente di sesso maschile.

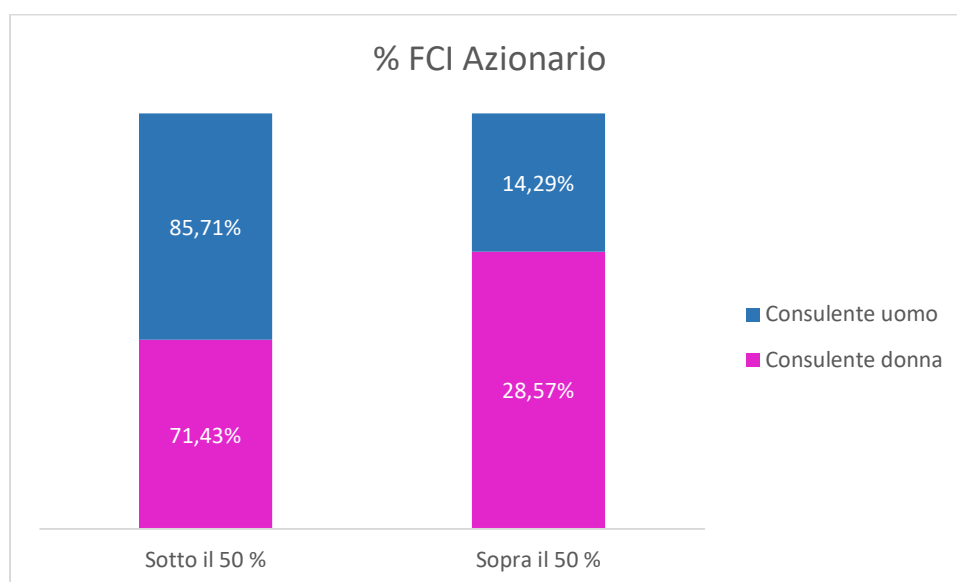
Tabella 35 - Distribuzione dati % FCI Azionari gruppo consulente donna campione femminile

% FCI Azionari	Freq.	Percent	Cum.
14,88	1	14.29	14.29
33,69	1	14.29	28.57
34,00	1	14.29	42.86
42,99	1	14.29	57.14
50,00	1	14.29	71.43
55,13	1	14.29	85.71
80,00	1	14.29	100.00
Total	7	100.00	

Tabella 36 - Distribuzione dati % FCI Azionari gruppo consulente uomo campione femminile

% FCI Azionari	Freq.	Percent	Cum.
0	1	14.29	14.29
14,00	1	14.29	28.57
25,17	1	14.29	42.86
29,09	1	14.29	57.14
37,00	1	14.29	71.43
44,00	1	14.29	85.71
53,00	1	14.29	100.00
Total	7	100.00	

Figura 49 -% FCI Azionario del campione femminile in base al genere del consulente finanziario



Infine, andando ad investigare il ruolo di genere del consulente sull'alfabetizzazione finanziaria del cliente emerge che il campione risulta omogeneo e quindi non si riscontra

una correlazione. Il test Kruskal-Wallis dimostra che il campione risulta non correlato e quindi non vi sono differenze significative per poter affermare il genere influenzi la conoscenza finanziaria del cliente.

Figura 50 - Kruskal-Wallis test tra alfabetizzazione finanziaria e genere del consulente del campione femminile

gruppo	Obs	Rank sum
Consulente di sesso maschile	7	54.00
Consulente di sesso femminile	7	51.00

chi2(1) = **0.037**
 Prob = **0.8480**

chi2(1) with ties = **0.040**
 Prob = **0.8419**

Tabella 37 - Distribuzione dati risposte Financial Literacy gruppo consulente donna campione femminile

Risposte corrette FC	Freq.	Percent	Cum.
Due risposte corrette	1	14.29	14.29
Tre risposte corrette	3	42.86	57.14
Tutte le risposte corrette	3	42.86	100.00
Total	7	100.00	

Tabella 38 - Distribuzione dati risposte Financial Literacy gruppo consulente uomo campione femminile

Risposte corrette FC	Freq.	Percent	Cum.
Due risposte corrette	1	14.29	14.29
Tre risposte corrette	1	14.29	28.57
Quattro risposte corrette	3	42.86	71.43
Tutte le risposte corrette	2	28.57	100.00
Total	7	100.00	

Anche dall'analisi della distribuzione dei dati si evidenzia che non è presente un discostamento rilevante tra i due campioni. Pertanto, si può affermare che non c'è una correlazione tra il genere del consulente e l'alfabetizzazione della cliente.

Le ultime analisi che vengono svolte sono speculari ma con il campione di investitori maschili.

Per il patrimonio gestito in questo caso non viene riscontrata nessuna differenza significativa in quanto sia il test Kruskal-Wallis che l'analisi di distribuzione non evidenziando discostamenti rilevanti tra i campioni. Pertanto, il patrimonio gestito per il campione maschile non risulta influenzato dal genere del consulente finanziario.

Figura 51 - Kruskal-Wallis test tra patrimonio gestito e genere del consulente del campione maschile

gruppo	Obs	Rank sum
Consulente di sesso maschile	9	74.00
Consulente di sesso femminile	6	46.00

chi2(1) = **0.056**
 Prob = **0.8137**

chi2(1) with ties = **0.058**
 Prob = **0.8093**

Tabella 39 - distribuzione dati sul patrimonio gestito del gruppo con consulente donna campione maschile

Patrimonio gestito	Freq.	Percent	Cum.
Fino a 50.000 €	3	50.00	50.00
250.000 – 500.000 €	2	33.33	83.33
Oltre 1.000.000 €	1	16.67	100.00
Total	6	100.00	

Tabella 40- distribuzione dati sul patrimonio gestito del gruppo con consulente uomo campione maschile

Patrimonio gestito	Freq.	Percent	Cum.
Fino a 50.000 €	1	11.11	11.11
50.000 -100.000 €	2	22.22	33.33
100.000 – 250.000 €	4	44.44	77.78
250.000 – 500.000 €	1	11.11	88.89
Oltre 1.000.000 €	1	11.11	100.00
Total	9	100.00	

Come per il campione femminile è stata testata la relazione del sesso dei consulenti con la propensione al rischio

Figura 52 - Kruskal-Wallis test tra propensione al rischio e genere del consulente del campione maschile

gruppo	Obs	Rank sum
Consulente di sesso maschile	9	84.00
Consulente di sesso femminile	6	36.00

chi2(1) = 2.000
 Prob = 0.1573

chi2(1) with ties = 2.333
 Prob = 0.1266

Anche in questo caso con il test Kruskal-Wallis non vengono rilevate delle differenze significative in quanto il valore chi2 è di 2.000 e il valore del P-Value è di 0.1573, che risulta superiore al valore critico di 0.05.

Tabella 41 - Distribuzione dati sull'aversione al rischio gruppo consulente donna campione maschile

Propensione al rischio	Freq.	Percent	Cum.
Avverso al rischio	4	66.67	66.67
Maggiore propensione al rischio	2	33.33	100.00
Total	6	100.00	

Tabella 42 - Distribuzione dati sull'aversione al rischio gruppo consulente uomo campione maschile

Propensione al rischio	Freq.	Percent	Cum.
Avverso al rischio	3	33.33	33.33
Maggiore propensione al rischio	3	33.33	66.67
Totale propensione al rischio	3	33.33	100.00
Total	9	100.00	

Tuttavia, anche se il test K-Wallis non rileva nessuna evidenza significativa, dall'analisi della distribuzione dei dati vediamo una netta differenza nel campione. Il 66,67 % degli uomini con consulente di sesso femminile dichiara di essere avverso al rischio, mentre nel campione con il consulente di sesso maschile sono solo il 33,33 %. In seguito, il restante del primo campione, ovvero il 33,33 % risulta maggiormente propenso al rischio, la percentuale per il secondo campione è sempre di 33,33 %. La differenza che spicca maggiormente è che per il gruppo con il consulente di sesso maschile per il 33,33 % risulta totalmente propenso ad assumersi un maggior rischio a fronte di un maggior rendimento.

Tuttavia, se andiamo ad analizzare la composizione del portafoglio del cliente emerge una discordanza con quanto appena visto. Viene riscontrato dal test di Kruskal-Wallis che vi è una differenza statisticamente significativa tra i due campioni portati in analisi. Risulta infatti che nel campione che ha come consulente una donna tende ad avere la somma dei ranghi maggiore rispetto al campione che ha come consulente un uomo.

La significatività del test viene desunta dal valore del chi2 di 6.125 e da quello del P-Value di 0.0133 che risulta inferiore al livello di significatività del 5 %.

Figura 53 - Kruskal-Wallis test tra % FCI azionario e genere del consulente del campione maschile

gruppo	Obs	Rank sum
Consulente di sesso maschile	9	51.00
Consulente di sesso femminile	6	69.00

chi2(1) = **6.125**
 Prob = **0.0133**

chi2(1) with ties = **6.191**
 Prob = **0.0128**

Questi dati vengono confermati anche dall'analisi della distribuzione dei dati dalla quale emerge che il gruppo con consulente di sesso femminile è maggiormente incline ad investire il proprio patrimonio in flussi azionari. Analizzando maggiormente i dati concludiamo che il 50 % del campione ha almeno la metà del patrimonio investiti in flussi azionari, mentre il restante detiene una percentuale inferiore. Per quanto riguarda,

invece, il gruppo di clienti che hanno un consulente finanziario uomo emerge che la totalità del campione non ha investito più del 50 % in azioni.

Questo ci porta a concludere che il genere del consulente finanziario vada ad incidere in maniera rilevante sulle scelte d'investimento dei clienti.

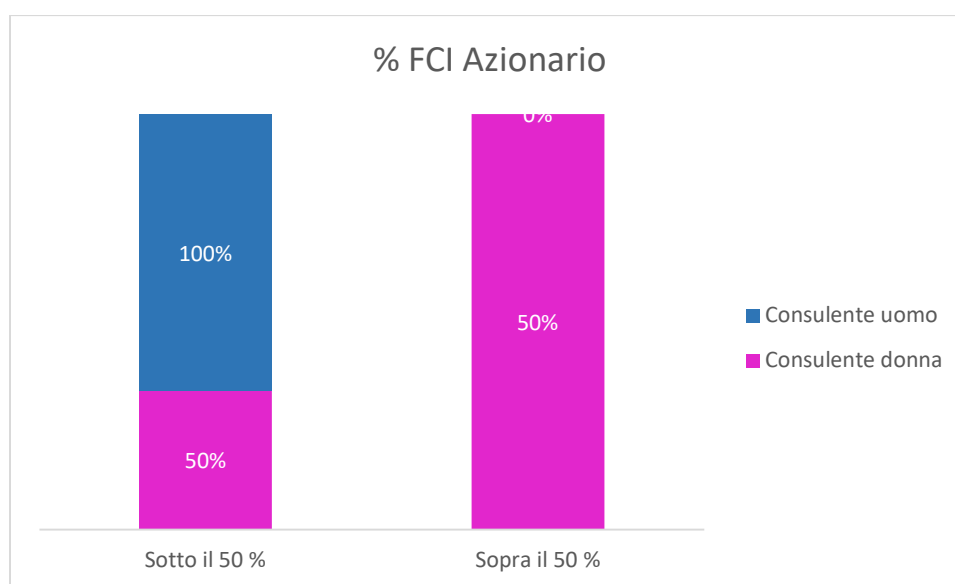
Tabella 43 Distribuzione dati % FCI Azionari gruppo consulente donna campione maschile

% FCI Azionari	Freq.	Percent	Cum.
20,79	1	16.67	16.67
30,00	1	16.67	33.33
32,61	1	16.67	50.00
54,65	1	16.67	66.67
100,00	2	33.33	100.00
Total	6	100.00	

Tabella 44 - Distribuzione dati % FCI Azionari gruppo consulente uomo campione maschile

% FCI Azionari	Freq.	Percent	Cum.
0	3	33.33	33.33
13,12	1	11.11	44.44
20,30	1	11.11	55.56
25,00	1	11.11	66.67
28,00	2	22.22	88.89
50,00	1	11.11	100.00
Total	9	100.00	

Figura 54 - % FCI Azionario del campione maschile in base al genere del consulente finanziario



Andando a studiare il rapporto tra il genere del consulente e la Financial Literacy dal test di K-Wallis non emergono nessuna differenza significativa in quanto il valore del test statistico chi-quadrato risulta di solo 0.500 e il P-Value è di 0.4795.

Figura 55 - Kruscal-Wallis test tra Financial Literacy e genere del consulente del campione maschile

gruppo	Obs	Rank sum
Consulente di sesso maschile	9	78.00
Consulente di sesso femminile	6	42.00

chi2(1) = **0.500**
 Prob = **0.4795**

chi2(1) with ties = **0.727**
 Prob = **0.3938**

Facendo un'analisi della distribuzione dei dati si nota una leggera differenza tra i campioni in quanto nel gruppo con consulente donna solo il 50 % dei clienti hanno risposto correttamente a tutte le domande, contro il 77,78 % dei clienti che hanno un promotore uomo.

Tabella 45- Distribuzione dati risposte Financial Literacy gruppo consulente donna campione maschile

Risposte corrette FC	Freq.	Percent	Cum.
Quattro risposte corrette	3	50.00	50.00
Tutte le risposte corrette	3	50.00	100.00
Total	6	100.00	

Tabella 46 - Distribuzione dati risposte Financial Literacy gruppo consulente uomo campione maschile

Risposte corrette FC	Freq.	Percent	Cum.
Una risposta corretta	1	11.11	11.11
Quattro risposte corrette	1	11.11	22.22
Tutte le risposte corrette	7	77.78	100.00
Total	9	100.00	

4.11 Considerazioni finali

Premessa la numerosità limitata del campione la domanda di ricerca è stata basata sull'analisi del rapporto tra consulente finanziario e cliente.

L'analisi è stata condotta attraverso la distribuzione del questionario illustrato nei paragrafi precedenti. L'obiettivo di questa ricerca era di andare ad analizzare il gap di genere tra investitori di sesso maschile e investitori di sesso femminile, traendo delle conclusioni sulla loro educazione finanziaria, la propensione al rischio e i pregiudizi di genere. A supporto della tesi dai dati emerge una differenza significativa tra i redditi annuali di uomini e donne. Questo ci indica che, allo stato attuale, vi è un gender gap nel mercato lavorativo che potrebbe avere ripercussioni su molte considerazioni. Riproponendo la letteratura studiata nei capitoli precedenti, le persone che percepiscono un salario annuale inferiore risultano meno inclini ad investire, in quanto al netto delle spese quotidiane risultano avere un patrimonio inferiore da poter impiegare. In particolare, questo gap viene riscontrato maggiormente sulle donne che risultano avere un reddito inferiore e una propensione al rischio più limitato.

Tuttavia, questa disparità tra uomo e donna non è stata riscontrata nel patrimonio gestito in quanto le risposte risultano abbastanza omogenee anche se quelle del campione femminile risultano più orientate verso un patrimonio inferiore.

Dallo studio della financial literacy viene riscontrato che il gruppo femminile è molto più incline a commettere degli errori nelle domande di carattere finanziario. Mentre, il gruppo maschile si è contraddistinto per aver risposto correttamente a tutti i quesiti. Ciononostante, seppur i dati sembrano riportare un dato interessante, dall'analisi statistica dei dati non ricaviamo nessuna evidenza significativa che vi sia una discrepanza tra i generi. Emerge anche un'importante inclinazione delle donne a rispondere "Non lo so" ai quesiti che vanno a testare l'educazione finanziaria, mostrando come siano più propense a limitarsi nel rispondere piuttosto che provare a rispondere correttamente.

Per quanto riguarda la propensione al rischio non è sorta nessuna differenza significativa tra i generi, tuttavia, viene riscontrata una discrepanza rilevante tra la propensione al rischio e l'educazione finanziaria. Il dato ci suggerisce che le persone che dimostrano di avere un'alfabetizzazione finanziaria superiore risultano maggiormente propensi al rischio. Confrontando questo dato a quello relativo alla financial literacy si assume che le donne risultano meno inclini a scegliere un portafoglio di investimento dove potrebbero realizzare un rendimento maggiore ma che richiede, allo stesso tempo, di affrontare un

rischio più alto. Analizzando i dati emerge che la loro scelta relativa al portafoglio di investimento ricade principalmente sull'opzione d'investimento che garantisce di preservare il capitale iniziale. Ciononostante, dai test univariati di relazioni tra le variabili è emerso che le donne risultano più propense ad assumersi dei rischi d'investimento quando si interfacciano con una consulente di sesso femminile. Pertanto, possiamo concludere che le donne maggiormente avverse al rischio sono quelle che, come consulente finanziario, hanno un uomo.

Dall'analisi della sezione attinente allo studio della personalità umana, svolta con lo scopo di studiare le correlazioni tra personalità e le caratteristiche dell'investitore, emerge che le donne risultano meno stabili emotivamente degli uomini, questo solitamente le porta ad essere più ansiose. La caratteristica dell'ansia potrebbe riflettersi anche nello spettro finanziario portando le donne ad essere meno tranquille nell'atto di investire e di affidare il proprio patrimonio ad un consulente finanziario.

Nello studio, invece, delle relazioni di genere tra consulente finanziario e sesso dell'investitore emergono alcune correlazioni significative. In particolare, si evidenzia che è presente un pregiudizio di genere rispetto alla sicurezza che emana il consulente finanziario al proprio cliente. Dai dati emerge che i consulenti di sesso maschile vengono reputati una fonte di sicurezza maggiore rispetto alle consulenti di sesso femminile. Un ulteriore dato significativo che viene evidenziato è la correlazione tra genere e ambizione. Tuttavia, contrariamente a quanto ci si poteva aspettare è emerso che le donne vengono considerate più ambiziose degli uomini, suggerendo che potrebbe essere in corso un'evoluzione relativa ai pregiudizi di genere, arrivando a considerare le donne capaci e ambiziose.

Riguardo all'educazione finanziaria l'analisi evidenzia la sua importanza nelle scelte di investimento dei clienti. Si comprende, dunque, quanto sia necessario investire maggiormente nell'alfabetizzazione finanziaria dei gruppi che risultano più fragili. In parallelo è interessante sottolineare anche l'importanza delle relazioni di genere con il proprio consulente che, anch'essi, possono influenzare le scelte degli investitori. Questo può considerarsi uno spunto rilevante per i consulenti finanziari che possono strutturare delle strategie di consulenza studiate in base al genere del cliente.

Si possono dedurre grazie alle analisi tra variabili diverse correlazioni importanti, che portano ad affermare che il ruolo del genere all'interno del rapporto tra consulente e cliente risulta cruciale.

Grazie ai test eseguiti nel paragrafo precedente, sono state rilevate per il campione femminile tre correlazioni significative con il sesso del consulente:

1. Con il patrimonio gestito della cliente, ovvero le donne con consulente di sesso femminile dichiarano di avere un patrimonio gestito maggiore rispetto al resto del campione;
2. Con la propensione al rischio, le investitrici sembrano essere inclini ad assumersi un livello di rischio maggiore quando la consulente è donna;
3. Con la percentuale di azionario nei flussi di cassa d'investimento, questo punto è strettamente correlato alla propensione al rischio.

Per quanto riguarda, invece, il campione maschile sorgono le seguenti correlazioni:

1. Maggiore avversione al rischio quando hanno un consulente di sesso femminile;
2. Percentuale di azionario maggiore quando hanno una consulente donna, il che si scontra con quanto ricaviamo dalla propensione al rischio;
3. Educazione finanziaria più elevata quando hanno un consulente di sesso maschile.

CONCLUSIONE

Questa tesi ha l'obiettivo di verificare se tra gli investitori si riscontrano delle differenze di genere o dei pregiudizi. Fino dal principio è stato definito il concetto di consulenza finanziaria e dei vari ruoli all'interno del rapporto tra consulente e cliente.

Inizialmente è stato analizzato il contesto normativo della consulenza e di come la regolamentazione abbia cercato di proteggere gli investitori. È stata posta particolare attenzione alla MiFID I e MiFID II che, come principale scopo, hanno quello di tutelare gli investitori.

Sono stati inoltre analizzati i rischi degli investimenti ai quali gli investitori sono esposti, per poter fare fronte a queste minacce ci si è concentrati sulla profilatura del cliente e sul definire la propensione al rischio del cliente.

Ci si è soffermati sull'influenza dei bias nelle scelte finanziarie dei clienti ed è emerso che la maggior parte delle persone ne è affetta, portando gli investitori a fare delle scelte finanziarie poco consapevoli. Per poter sopperire a queste distorsioni è necessario investire nell'educazione finanziaria delle persone per far sì che siano maggiormente indipendenti finanziariamente.

Successivamente, è stata posta l'attenzione sul ruolo importante del consulente finanziario come educatore e come gestore del patrimonio del cliente e dei servizi che offre ai propri clienti. Qui si è approfondito di come i servizi del consulente possano essere essenziali per riuscire a fare investimenti responsabili e maggiormente affini al profilo dell'investitore.

Nel terzo capitolo si è posta l'attenzione sui gap di genere e sui pregiudizi sui quali, successivamente, si è basata l'analisi empirica. L'indagine ha rilevato che le differenze di genere sono tutt'oggi presenti e che influenzano le scelte d'investimento e i rapporti con il consulente. Sia il gap in alfabetizzazione finanziaria che i pregiudizi di genere costituiscono ancora delle barriere che limitano le donne sia a livello professionale che come investitrici. Questo divario risiede principalmente in fattori culturali che continuano a portare avanti dei pregiudizi di genere e stereotipi che limitano le opportunità delle donne.

Dall'analisi empirica sono emersi dei risultati interessanti dove si riscontrano delle differenze di genere nel reddito, nella propensione al rischio e nell'alfabetizzazione

finanziaria. Le donne risultano avere un reddito annuale inferiore rispetto agli uomini, evidenziando un gap nel mercato lavorativo. Questo può portare le donne ad interessarsi meno rispetto ai temi finanziari in quanto non hanno abbastanza reddito residuo al netto delle proprie spese.

Relativamente alla propensione al rischio sono stati riscontrati due temi interessanti. Facendo una prima analisi sul campione totale le donne risultano maggiormente avverse al rischio, rispetto agli uomini. Tuttavia, andando a studiare il campione delle donne in modo più approfondito è stato rilevato che le donne che hanno una consulente finanziaria donna risultano essere maggiormente propense al rischio e, quindi, viene riscontrata anche una maggiore percentuale di azionario nei fondi comuni d'investimento. I risultati dell'analisi portano a pensare che le donne si sentono più sicure ad investire quando hanno un rapporto con una consulente donna.

Nello studio dell'educazione finanziaria degli investitori è emerso che le donne fanno molti più errori nei questionari con domande relative a temi finanziari, oppure tendono a dichiarare di non conoscere la risposta. Risulta essenziale investire maggiormente nell'educazione finanziaria ponendo particolare attenzione alle categorie più fragili. Per fare ciò le istituzioni, le imprese e le organizzazioni governative dovrebbero collaborare per sviluppare dei programmi di educazione idonei a rendere indipendente finanziariamente le categorie meno alfabetizzate.

Questa tesi va a sottolineare anche come il ruolo di genere influenzi il rapporto tra consulenti e clienti, sia dal punto di vista degli investimenti che dal punto di vista delle conoscenze finanziarie. Più precisamente è stato riscontrato che le donne che hanno un rapporto di consulenza con una promotrice donna risultano avere un patrimonio maggiore rispetto alle stesse donne che hanno un consulente uomo. Analizzando i dati relativi all'avversione al rischio emerge che siano più inclini ad assumersi rischi negli investimenti e, a supporto di questo risultato, ci sono i dati relativi alla composizione di portafoglio per i quali risulta che hanno una percentuale maggiore di fondi d'investimento azionari. Mentre per gli uomini sono stati rilevate delle correlazioni differenti, ovvero per coloro che hanno una consulente donna si è evidenziato che hanno una avversione al rischio maggiore rispetto agli uomini con consulente uomo. In contrasto con questo risultato è stato rilevato che, tuttavia, sono proprio coloro che hanno una consulente di sesso femminile che detengono un portafoglio maggiormente orientato sugli investimenti azionari. Sarebbe, pertanto, interessante approfondire con un campione più ampio questa

correlazione per capire maggiormente la natura di questa contraddizione. Infine, il campione maschile che ha un consulente uomo risulta avere un'educazione finanziaria superiore al campione che ha una consulente donna.

Tuttavia, la numerosità del campione non ha permesso di riscontrare molte evidenze statisticamente rilevanti. Pertanto, ha reso difficoltoso trarre delle conclusioni che possano portare valore alla tesi sul gender gap tra uomo e donna. Questo tema potrebbe essere maggiormente approfondito, con un campione maggiore, in modo tale da poter portare delle statistiche più forti e fornire, dunque, ai consulenti finanziari delle strategie per poter instaurare in base al genere del cliente un rapporto duraturo e di fiducia.

APPENDICE

QUESTIONARIO DONNE E CONSULENZA

Benvenuto/a e grazie per la disponibilità a rispondere a questo sondaggio sulla relazione tra cliente e consulente finanziario.

Le domande contenute nel questionario riguardano le tue opinioni e preferenze e non richiedono dati sensibili. Il questionario ha una durata di circa 15 minuti. Ti chiediamo di rispondere a tutte le domande in modo spontaneo. In nessun caso sarà possibile risalire all'identità del soggetto che ha compilato il questionario e i dati raccolti saranno analizzati in forma aggregata e completamente anonima per finalità di ricerca scientifica.

In particolare saranno oggetto di tesi di laurea e una pubblicazione scientifica entro 18 mesi dalla raccolta dei dati e non saranno riutilizzati o ceduti a terzi.

La responsabile del trattamento per la raccolta di questi dati è Valentina Fabris (874995@stud.unive.it), a cui possono essere richieste ulteriori informazioni sullo studio.

Questa informativa è resa ai sensi del “Regolamento 2016/679 del Parlamento europeo e del Consiglio” del 27 aprile 2016, nonché del D. Lgs 196/03 (“Codice in materia di protezione dei dati personali”).

- Continua, ho preso visione dell'informativa

1. Inserisci di seguito il codice che ti è stato fornito dal tuo consulente

2. Indica il tuo genere

- Maschio
- Femmina
- Preferisco non rispondere

3. Indica la tua età (in numero di anni compiuti in cifre)

4. Indica il titolo di studio più alto che hai ottenuto

- Terza media o inferiore
- Diploma di maturità
- Laurea triennale
- Laurea magistrale o a ciclo unico
- Dottorato o altra specializzazione post laurea

5. Indica il tuo reddito annuale scegliendo una delle seguenti categorie

- Fino a 25.000 €
- 25.000 - 50.000 €
- 50.000 - 75.000 €
- 75.000 - 100.000 €
- Oltre 100.000 €

6. Indica la tua situazione lavorativa

- Disoccupato
- Lavoratore autonomo
- Lavoratore dipendente
- Pensionato
- Altro (specificare) _____

7. Indica in quale fascia ricade il tuo patrimonio gestito scegliendo una delle seguenti categorie

- Fino a 50.000 €
- 50.000 - 100.000 €
- 100.000 - 250.000 €
- 250.000 - 500.000 €
- 500.000 - 1.000.000 €

- Oltre 1.000.000 €

8. Supponi di avere 100 € in un conto bancario e che il tasso di interesse sia pari al 2%. Se non tocchi il denaro per 5 anni, lasciandolo crescere senza mai prelevare nulla, quanto pensi che troverai nel conto?

- Più di 102 €
- Esattamente 102 €
- Meno di 102 €
- Non lo so

9. Supponi che il tasso di interesse sul tuo conto bancario sia pari a 1% e che il tasso di inflazione sia pari al 2%. Dopo un anno quanto potrai comprare con i soldi nel tuo conto supponendo di non aver mai prelevato nulla durante l'anno?

- Più di oggi
- Esattamente quanto oggi
- Meno di oggi
- Non lo so

10. Supponi che un tuo amico erediti oggi 10.000 €, mentre un suo fratello ne erediti altrettanti (10.000 €) ma tra 3 anni. Chi dei due è più ricco dopo quest'eredità?

- Il mio amico
- Suo fratello
- Sono ugualmente ricchi
- Non lo so

11. Se un investitore diversifica il suo portafoglio, il rischio che perda il suo denaro

- Resta uguale
- Diminuisce
- Aumenta
- Non so rispondere

12. Hai investito 200 € in una società che rende, a fine anno, il 5%. Che cosa devi fare per sapere quanto hai guadagnato?

- 200x0,05=10 €
- 200x5=1.000 €
- 200x100/5=4.000 €
- 200^5=320.000.000.000 €
- Non lo so

13. Il rendimento medio delle azioni negli ultimi 5 anni è stato dell'6,9%. Che rendimento ti aspetti per il tuo investimento azionario?

- Meno del 6,9%
- Circa il 6,9%
- Sopra il 6,9%
- Ben sopra il 6,9%

14. Quando il rendimento del tuo portafoglio si riduce, cosa credi che abbia causato questo evento?

- Una decisione che hai preso riguardo all'investimento
- In parte una tua decisione, in parte la sfortuna
- Sfortuna

15. Immagina di doverti recare a un evento che attendevi da tempo e per il quale hai già speso 100 € per il biglietto d'ingresso. Arrivato sul posto, ti accorgi di averlo perso. Saresti disposto a spendere nuovamente il denaro necessario per acquistare un nuovo biglietto?

- Sì
- No

16. Immagina di essere nel mezzo di un acquisto e di aver già raggiunto una spesa totale di 35 €. Tuttavia, per ottenere la spedizione gratuita, è necessario superare i 50 € di spesa complessiva, altrimenti dovresti pagare 15 € per la spedizione. Come procederesti in questa situazione?

- Acquistaresti dei prodotti in più per arrivare alla soglia dei 50 €
- Acquistaresti i prodotti che ti servono e pagheresti la spedizione
- Aspetteresti ad effettuare l'acquisto per vedere se più avanti possano servirti altri prodotti per arrivare alla soglia

17. Quale tra i seguenti portafogli rappresenta maggiormente la tua propensione al rischio?

- Portafoglio con l'adozione di una strategia passiva ben diversificata
- Portafoglio dove si realizzano rendimenti molto elevati a fronte di un maggior rischio
- Portafoglio con visione più conservativa degli investimenti per preservare il proprio capitale

18. Immagina di essere sul punto di partecipare a un evento molto atteso, il cui biglietto d'ingresso costa 100 € ma, quando arrivi sul posto, ti rendi conto di aver perso i contanti che avevi messo da parte per pagare. Nonostante ciò, saresti comunque disposto a spendere 100 € per entrare all'evento?

- Sì
- No

19. Attraverso quali fonti ti informi relativamente agli investimenti?

È possibile fornire più risposte

- Televisione, radio, giornali
- Web
- Colleghi
- Amici, parenti

- Consulente finanziario
- Altro -----

20. In che misura siete soddisfatti delle vostre fonti principali di informazione, su una scala percentuale da 1 a 100?

21. Leggi le seguenti caratteristiche della personalità e indica quanto ti senti descritto da ogni coppia, anche se pensi che una delle due caratteristiche ti descriva più dell'altra usando la scala seguente: 1- completamente in disaccordo; 2 - molto in disaccordo; 3 - un po' in disaccordo; 4 - né in accordo né in disaccordo; 5 - un po' d'accordo; 6 - molto d'accordo; 7 - completamente d'accordo; Sono una persona

	1	2	3	4	5	6	7
Estroversa, esuberante							
Polemica, litigiosa							
Affidabile, auto- disciplinata							
Ansiosa, che si agita facilmente							
Aperta alle nuove esperienze, con molti interessi							
Riservata, silenziosa							
Comprensiva, affettuosa							
Disorganizzata, distratta							
Tranquilla, emotivamente stabile							
Tradizionalista, abitudinaria							

22. Il tuo consulente è...

- Un uomo
- Una donna

23. Da quanti anni sei cliente del tuo attuale consulente? (Specificare in cifre, solo numeri interi)

24. È il tuo unico consulente?

- Sì
- No

25. L'altro consulente è uomo o donna? (se viene risposto no alla domanda precedente)

- Un uomo
- Una donna

26. Quanto ritieni importante nel rapporto con il consulente finanziario le seguenti caratteristiche in una scala da 1 a 5, dove 1 significa "per niente" e 5 "moltissimo"

	1	2	3	4	5
Professionalità					
Empatia					
Trasparenza					
Organizzazione					
Sincerità					

27. Quali caratteristiche riconosci maggiormente nel tuo consulente finanziario?

- Empatia
- Sicurezza
- Comunicazione efficace
- Razionalità
- Collaborazione
- Ambizione

- Assertività
- Flessibilità
- Competitività

28. Metti in ordine le funzioni che il consulente svolge per te dalla più importante alla meno importante. Per spostare le funzioni trascinale con il mouse nell'ordine che meglio si adatta a te.

_____ Mi aiuta a conoscere meglio le funzioni e gli strumenti dei mercati finanziari

_____ Mi aiuta a gestire le emozioni legate al processo di investimento

_____ Mi aiuta a ottenere rendimenti migliori di quelli che otterrei da solo

_____ Mi aiuta a superare le mie diffidenze e perplessità rispetto a certi tipi di investimento

_____ Mi permette di avere accesso ad un numero maggiore di tipologie di investimenti

_____ Mi aiuta a capire l'importanza di investire per tutelare i miei bisogni attuali e futuri

29. Quanta fiducia riponi nelle persone che fanno parte di questi gruppi, quando si tratta di investimenti finanziari?

	Per nulla	Poco	Abbastanza	Completamente
Famiglia				
Vicini				
Amici				
Conoscenti				
Gente che incontri per la prima volta				
Persone di un'altra nazione				

30. Quanto ti fidi delle seguenti istituzioni?

	Per nulla	Poco	Abbastanza	Completamente
Il sistema bancario italiano				
La mia banca				
Il mio consulente				

31. Con quale frequenza controlli il tuo portafoglio di investimento?

- Più volte alla settimana
- Una volta alla settimana
- Circa una volta al mese
- Circa una volta al trimestre
- Circa una volta l'anno

INDICE DELLE FIGURE

Figura 1 - Funzione di utilità elaborata dalla finanza comportamentale	21
Figura 2 - Piramide degli investimenti.....	24
Figura 3 - Indicatore sintetico di rischio	27
Figura 4 - Trust game.....	29
Figura 5 - Sintesi grafica della classificazione della clientela.....	32
Figura 6 - Confronto tra Direttive e letteratura.....	40
Figura 7 - Le aree del questionario.....	42
Figura 8 - Report di alfabetizzazione finanziaria degli adulti nei Paesi del G20	53
Figura 9 - Alfabetizzazione finanziaria in Italia il confronto negli anni.....	54
Figura 10 - Conoscenza finanziaria media per genere.....	61
Figura 11 - competenze finanziarie per genere: percentuali con risposte corrette o non so	62
Figura 12 - Alfabetizzazione finanziaria in base allo stato civile.....	64
Figura 13 - Esperienza in forme di investimento, divario di genere per istruzione	66
Figura 14 - strategie per arrivare a fine mese: tagliare le spese.....	68
Figura 15 - Strategie per arrivare a fine mese: guadagnare soldi extra.....	68
Figura 16 - Divario di genere nell'assunzione di rischi di portafoglio.....	70
Figura 17 - Percezione delle proprie conoscenze finanziarie in base al genere del consulente finanziario	71
Figura 18 - Genere del campione.....	77
Figura 19 - Grafico titolo di studio del campione.....	77
Figura 20 - Grafico titolo di studio del campione femminile.....	78
Figura 21 - Grafico titolo di studio del campione maschile.....	78
Figura 22 - Kruscal-Wallis test tra genere e titolo di studio.....	79
Figura 23 - reddito annuale campione femminile	80
Figura 24 - Grafico reddito annuale del campione maschile	81
Figura 25 - Situazione lavorativa del campione	82
Figura 26 - Situazione lavorativa del campione femminile.....	82
Figura 27 - Situazione lavorativa del campione maschile	82
Figura 28 - Patrimonio gestito campione femminile.....	84

Figura 29 - Patrimonio gestito campione maschile	84
Figura 30 -Analisi risposte FC del campione femminile.....	86
Figura 31 - Analisi risposte FC del campione maschile	87
Figura 32 - Risposte sezione Financial Literacy	88
Figura 33 - Risposta alla domanda tredici: confronto del campione	90
Figura 34 - Risposta alla domanda quattordici: confronto del campione	91
Figura 35 - Overconfidence bias tra i due campioni	91
Figura 36 - Risposte alle domande 15 e 18	92
Figura 37 - Risposta alla domanda 16 del campione.....	93
Figura 38 - Confronto della propensione al rischio del campione	95
Figura 39 - Risposta domanda ventidue sul genere del consulente	100
Figura 40 - Risposta domanda ventidue campione femminile	100
Figura 41 - Risposta domanda ventidue campione maschile.....	101
Figura 42 - - Kruscal-Wallis test tra genere dell'investitore e genere del consulente.....	101
Figura 43 - Risposte domanda venticinque.....	103
Figura 44 - Kruscal-Wallis test tra patrimonio gestito e genere del consulente del campione femminile.....	108
Figura 45 - Patrimonio gestito del campione femminile in base al genere del consulente finanziario	110
Figura 46 - Kruscal-Wallis test tra propensione al rischio e genere del consulente del campione femminile.....	110
Figura 47 - Propensione al rischio del campione femminile in base al genere del consulente finanziario	112
Figura 48 - Kruscal-Wallis test tra % FCI azionario e genere del consulente del campione femminile.....	112
Figura 49 -% FCI Azionario del campione femminile in base al genere del consulente finanziario	113
Figura 50 - Kruscal-Wallis test tra alfabetizzazione finanziaria e genere del consulente del campione femminile.....	114
Figura 51 - Kruscal-Wallis test tra patrimonio gestito e genere del consulente del campione maschile	115
Figura 52 - Kruscal-Wallis test tra propensione al rischio e genere del consulente del campione maschile	116

Figura 53 - Kruscal-Wallis test tra % FCI azionario e genere del consulente del campione maschile	117
Figura 54 - % FCI Azionario del campione maschile in base al genere del consulente finanziario	118
Figura 55 - Kruscal-Wallis test tra Financial Literacy e genere del consulente del campione maschile	119

INDICE DELLE TABELLE

Tabella 1 - Caratteristiche divergenti tra consulente indipendente e promotore finanziario	45
Tabella 2 - Divario tra uomini e donne nell'esperienza d'investimento.....	65
Tabella 3 - Quali canali vengono utilizzati per la comunicazione finanziaria?.....	67
Tabella 4 - Analisi distribuzione titolo di studio del campione maschile.....	79
Tabella 5 - Analisi distribuzione titolo di studio del campione maschile.....	79
Tabella 6 - Pairwise correlations tra genere e titolo di studio	80
Tabella 7 - Pairwise correlations tra genere e reddito annuale.....	81
Tabella 8 - Pairwise correlations tra genere e situazione lavorativa.....	83
Tabella 9 - Confronto patrimonio gestito tra generi.....	85
Tabella 10 - Pairwise correlations tra genere e patrimonio gestito.....	85
Tabella 11 - Pairwise correlations tra genere e alfabetizzazione finanziaria.....	87
Tabella 12 - Pairwise correlations tra genere, FC e Overconfidence bias	92
Tabella 13 - Pairwise correlations tra genere, Mental accounting bias e FC.....	93
Tabella 14 - Pairwise correlations tra genere, Hyperbolic discount e FC	94
Tabella 15 - Pairwise correlations tra genere, propensione al rischio e FC.....	95
Tabella 16 - Big Five campione femminile.....	97
Tabella 17 - Big Five campione maschile	98
Tabella 18 - Pairwise correlations tra genere e Big Five	99
Tabella 19 - Pairwise correlations tra genere investitore e genere consulente	101
Tabella 20 - Anni di rapporto con il consulente del campione femminile	102
Tabella 21 - Anni di rapporto con il consulente del campione maschile.....	102
Tabella 22 - Importanza delle caratteristiche dei consulenti del campione femminile..	103
Tabella 23 - Importanza delle caratteristiche dei consulenti del campione maschile	103
Tabella 24 - Pairwise correlations tra genere del primo consulente e le caratteristiche principali.....	105
Tabella 25 - Tabella Sicurezza consulente donna.....	106
Tabella 26 - Tabella Sicurezza consulente uomo	106
Tabella 27 - Tabella Ambizione consulente donna	106
Tabella 28 - Tabella Ambizione consulente uomo.....	106

Tabella 29 - Fiducia verso famigliari, amici e terzi del campione	107
Tabella 30 - Fiducia verso le istituzioni del campione.....	108
Tabella 31 - distribuzione dati sul patrimonio gestito del gruppo con consulente donna campione femminile.....	109
Tabella 32 - distribuzione dati sul patrimonio gestito del gruppo con consulente uomo campione femminile.....	109
Tabella 33 - Distribuzione dati sull'aversione al rischio gruppo consulente donna campione femminile.....	111
Tabella 34 - Distribuzione dati sull'aversione al rischio gruppo consulente uomo campione femminile.....	111
Tabella 35 - Distribuzione dati % FCI Azionari gruppo consulente donna campione femminile.....	113
Tabella 36 - Distribuzione dati % FCI Azionari gruppo consulente uomo campione femminile.....	113
Tabella 37 - Distribuzione dati risposte Financial Literacy gruppo consulente donna campione femminile.....	114
Tabella 38 - Distribuzione dati risposte Financial Literacy gruppo consulente uomo campione femminile.....	114
Tabella 39 - distribuzione dati sul patrimonio gestito del gruppo con consulente donna campione maschile	115
Tabella 40- distribuzione dati sul patrimonio gestito del gruppo con consulente uomo campione maschile	115
Tabella 41 - Distribuzione dati sull'aversione al rischio gruppo consulente donna campione maschile	116
Tabella 42 - Distribuzione dati sull'aversione al rischio gruppo consulente uomo campione maschile	116
Tabella 43 Distribuzione dati % FCI Azionari gruppo consulente donna campione maschile	118
Tabella 44 - Distribuzione dati % FCI Azionari gruppo consulente uomo campione maschile	118
Tabella 45- Distribuzione dati risposte Financial Literacy gruppo consulente donna campione maschile	119

Tabella 46 - Distribuzione dati risposte Financial Literacy gruppo consulente uomo campione maschile	119
---	-----

BIBLIOGRAFIA

Costantino F.S., *L'attuazione Della Direttiva Mifid in Italia: Note Minime Sulla Trasparenza e Sulla Correttezza Dei Comportamenti Delle Imprese Di Investimento Nella Normativa Secondaria*, **Il Foro Italiano**, vol. 131, no. 2, 2008, p. 57/58-63/64. JSTOR

De Palma, A., & Picard, *Evaluation of MiFID questionnaires in France Study for the Autorité des Marchés Financiers*, **Autorité des Marchés Financiers**, N. (2010).

Capriglione F., *Prime riflessioni sulla MiFID II (tra aspettative degli investitori e realtà normativa) (Preliminary considerations on the MiFID II Directive (between investors' expectations and actual legal framework))*, **Rivista trimestrale di diritto dell'economia**, 2015, ISSN: 2036-4873

Pezzuto E., Razzante R., *MiFID II: Le novità per il mercato finanziario*, **Giapichelli**, Torino, 2018

Qattrocchio L. M., Omegana B. M., Bellando V., *Le regole di condotta dell'intermediario finanziario*, **Diritto ed economia dell'impresa**, 2021, p.770/786

Guffanti E., *Il quadro normativo, La consulenza finanziaria: Regolamentazione, modelli di servizio e pianificazione finanziaria*, **Egea**, 2011

Barbiero S., *La consulenza in materia di servizi di investimento tra "passato" e "presente" all'indomani dell'entrata in vigore della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II): criticità e profili innovativi*, **Innovazione e Diritto**, Università degli studi di Napoli Federico II, 2018

Varani D., Lunetta D., Di Martino D., *ESG: impatti sulla prestazione dei servizi di investimento*, **Non solo diritto bancario**, 2022

Scolari M., *Mifid2: la capacità di sostenere le perdite. Definizione e valutazione di adeguatezza*, **PFEXPO 2018**

Gennaioli N., Shleifer A., Vishny R., *Money Doctors*, **The Journal of Finance**, Volume 70, 2015, pp. 91-114.

OCED, *Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness*, 2015

Calcagno R., Monticone C., *Financial literacy and the demand for financial advice*, *Journal of Banking & Finance*, Volume 50, Gennaio 2015, pp. 363-380

Chergia E., *MiFID 3: la rivoluzione della consulenza finanziaria e la sua semplificazione*, Dipartimento di Economia e Management, LUISS, 2020

Cruciani C., Gardenal G., Amitrano G., *Understanding Financial Risk Tolerance. Institutional, behavioral and normative dimensions*, Palgrave Macmillan, 2022

Linciano N., *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail*, *Quaderni di finanza, Consob*, n. 66, gennaio 2010

Linciano N., Soccorso P., *Assessing investors' risk tolerance through a questionnaire*, Discussion papers, Consob, 2012

Baldrige R., Adonopoulos G., *Test sulla tolleranza al rischio negli investimenti*, *Forbes advisor*, 2023

Adria F., Linciano N., Quaranta F., Soccorso P., *Profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza, Follow up dello studio del 2012 su un campione di intermediari italiani*, Consob, 2022

Carluccio E., Cucurachi P., Maspero D. Pomante U., Ajello F., Stefani M., *Profilatura del cliente, costruzione dei portafogli e verifica di adeguatezza: sfide ancora aperte*, *Bancaria*, 2022

Morera U., Marchisio E., *Finanza, mercati, clienti e regole ... ma soprattutto persone*, *Analisi Giuridica dell'Economia, Fascicolo 1*, giugno 2012

Gianfranco Liace, *L'investitore tra deficit informativi e bias comportamentali*, in "Banca Impresa Società, Rivista quadrimestrale" 3/2018, pp. 445-462

Linciano N., *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, *Quaderni di Finanza n. 66, Consob*, 2010

Guiso L., Sapienza P., Zingales L., *Trusting the Stock Market*, *The Journal of Finance*, Vol. LXIII, No. 6, pp. 2557-2600, 2008

Cruciani C., Gardenal G., Moretti A., *Fiducia e competenze finanziarie: un'analisi sperimentale*, *Banca Impresa Società*, Fascicolo 1, 2015

van der Crujisen C., de Haan J., Roerink R., *Financial knowledge and trust in financial institutions*, *Journal of Consumer Affairs*, 2021; Volume 55, pp. 680-714

Regolamento intermediari, adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera n. 17581 del 3 dicembre 2010

Lusardi A., Mitchell O. S., *The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence*, *Global Financial Literacy Excellence Center, GFLEC Working Paper Series No. 2014-001*

Lusardi A., *Come insegnare l'ABC della finanza*, *LaVoce.info*, 20 aprile 2010.

Galarza Arellano, F. B., *The effect of financial education on college students' knowledge and skills*, *Economia*, 2023, Volume 46(92), pp. 9-61

Di Salvatore A., Franceschi F., Neri A., Zanichelli F., *Measuring the financial literacy of the adult population: the experience of Banca d'Italia*, *Questioni di Economia e Finanza nr. 435*, Banca D'Italia, 2018

Banca d'Italia, *Indagini sull'alfabetizzazione finanziaria e le competenze di finanza digitale in Italia: adulti*, *Statistiche*, 20 luglio 2023

BVA Doxa, *Rapporto EDUFIN 2023. Educazione finanziaria: iniziamo dalla scuola*

De Bonis R., Guida M., Romagnoli A., Staderini A., *Educazione finanziaria: presupposti, politiche ed esperienza della Banca d'Italia*, *Questioni di Economia e Finanza nr. 726*, ottobre 2022

Walczak D., Pieńkowska-Kamieniecka S., *Gender differences in financial behaviours*, *Engineering economics*, 2018, pp. 123-132

Sebastián-Tirado, A., Félix-Esbrí, S., Forn, C. et al., *Gender Stereotypes Selectively Affect the Remembering of Highly Valued Professions.,* **Sex Roles 88, pp. 326–347, 2023**

Stendardi, E.J., Graham, J.F. and O'Reilly, M. (2006), "The impact of gender on the personal financial planning process: Should financial advisors tailor their process to the gender of the client?", **Humanomics, Vol. 22 No. 4, pp. 223-238.**

Banca WIDIBA, Università Cattolica del Sacro Cuore, *Donne e denaro: una sfida per l'inclusione, una ricerca per comprendere e proporre soluzioni su un rapporto ancora controverso,* **2022**

OECD, *Women and Financial Education: Evidence, Policy Responses and Guidance,* **OECD Publishing, 2013**

Hasler A., Lussardi A., *The Gender Gap in Financial Literacy: A Global Perspective,* **Global Financial Literacy Excellence Centre, 2017**

Rink U., Walle Y. M., Klasen S., *The financial literacy gender gap and the role of culture,* **The Quarterly Review of Economics and Finance, volume 80, 2021, pp. 117-134**

Hung A., Yoong J., Brown E., *Empowering women through financial awareness and education,* **OECD Working papers on finance, insurance and private pension No. 14**

Grohmann A., *The gender gap in financial literacy: Income, education and experience offer only partial explanations,* **DIW Economic Bulletin, 2016, vol. 6, pp. 531-537**

Powell M., Ansic D., *Gender differences in financial decision-making: a new approach for experimental economic analysis.,* **Economia società e istituzioni, 1999, vol. 11, pp 71-90**

Jerome Monne, Janette Rutterford & Dimitris P. Sotiropoulos, *Risk taking in the context of financial advice: does gender interaction matter?,* **The European Journal of Finance, 2024, pp. 249-268, DOI: 10.1080/1351847X.2023.2201471**

Merrill, A Bank of America Company, *Seeing the unseen: The role gender plays in wealth management and what our four-part study revealed,* **Bank of America Corporation, 2023**

Söderberg, IL., *Gender stereotyping in financial advisors' assessment of customers,* **Journal of Financial Services Marketing,** vol. 17, 2012, pp. 259–272.
<https://doi.org/10.1057/fsm.2012.24>

Bucher-Koenen, Hackethal A., Koenen J., Laudénbach C., *Gender differences in financial advice,* 2023, SAFE Working Paper No. 309.

Gosling, S. D., Rentfrow, P. J., & Swann, W. B., Jr. (2003). A Very Brief Measure of the Big Five Personality Domains. **Journal of Research in Personality,** 37, 504-528.

SITOGRAFIA

CONSOB, *I singoli servizi di investimento*, <https://www.consob.it/web/investor-education/i-singoli-servizi-di-investimento#3> (visitato in data 5 novembre 2023)

Borsa Italiana, *I KID, cosa sono e a cosa servono*, <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/cosa-sono-i-kid.htm> (visitato in data 12 dicembre 2023)

CONSOB, *I rischi dell'investimento*, <https://www.consob.it/web/investor-education/rischi-dell-investimento> (visitato in data 12 dicembre 2023)

CONSOB, *La crisi finanziaria del 2007-2009*, <https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009> (visitato in data 12 dicembre 2023)

Baldrige R., Adonopoulos G., *Test sulla tolleranza al rischio negli investimenti*, **Forbes advisor**, <https://www.forbes.com/advisor/it/investire/test-propensione-al-rischio/> (visitato in data 27 aprile 2024)

L'Hostis A., *Introducing the European Financial Services Customer Trust Index*, **Forrester**, giugno 2023, <https://www.forrester.com/blogs/introducing-the-european-financial-services-customer-trust-index/> (visitato in data 05 giugno 2024)