



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

Corso di Laurea Magistrale  
in Economia e finanza

Tesi di Laurea

# **Consulente come educatore? Evidenze empiriche sull'approccio del consulente finanziario**

**Relatrice**

Ch.ma Prof.ssa Caterina Cruciani

**Laureando**

Nicola Vit

Matricola 868378

**Anno Accademico**

2021 / 2022



## ***Ringraziamenti***

L'esistenza di questo elaborato non sarebbe stata possibile senza il supporto di diverse persone.

Il mio più sincero ringraziamento va innanzitutto alla mia relatrice, Caterina Cruciani, per la sua estrema disponibilità e gentilezza, per la sua professionalità, per avermi trasmesso la passione per gli argomenti trattati in questa tesi.

Ringrazio anche la professoressa Gloria Gardenal per il supporto a questo progetto.

Un sentito ringraziamento va ad Andrea Rossi, consulente di Fideuram, persona molto disponibile e simpatica, che mi ha dato la possibilità di concretizzare la ricerca empirica, trasmettendomi preziosi consigli e l'entusiasmo con cui svolge la sua professione.

Voglio ringraziare la mia famiglia, i miei genitori, per avermi sempre sostenuto nel mio percorso universitario, colonna portante di tutte le mie scelte ed esperienze. Questo traguardo è anche loro. Grazie a mio fratello, Gianluca, per avermi sopportato durante questo percorso conclusivo e per dimostrarsi sempre una spalla su cui contare.

Alle mie nonne, Ida e Rita, per l'orgoglio che provano per i loro nipoti.

Ringrazio il mio gruppo "storico" di amici, con cui ho condiviso, e condivido, di tutto, risate, avventure, momenti bui, e non voglio dilungarmi oltre. Siete un punto di riferimento nella mia esistenza!

Ringrazio i "colleghi" dell'università, con i quali ho condiviso gioie, ansie, giornate di studio in BEC e tante pause caffè.

Un grazie infine a tutti coloro che, anche implicitamente e senza volerlo, hanno contribuito a rendere bellissimo e indimenticabile questo percorso.



# INDICE

INTRODUZIONE.....	7
CAPITOLO 1 – La figura del consulente finanziario.....	10
1.1 – La consulenza in materia di investimenti: un excursus normativo.....	11
1.1.1 – La direttiva MiFID I.....	13
1.1.2 – La direttiva MiFID II.....	16
1.1.3 – Verso la MiFID III.....	18
1.2 – Le tipologie di consulente.....	20
1.2.1 – I consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede.....	23
1.2.2 – I consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria.....	25
1.2.3 – L’indipendenza.....	27
1.3 – L’attività del consulente finanziario.....	29
1.3.1 – La diversificazione.....	30
1.3.2 – Il conflitto di interessi.....	32
1.4 – Il ruolo dell’educazione finanziaria.....	34
1.4.1 – Consulenza finanziaria: complemento o sostituto dell’educazione finanziaria?.....	36
CAPITOLO 2 – Il ruolo di fiduciario.....	41
2.1 – Dai rendimenti agli elementi relazionali.....	42
2.2 – La fiducia: cos’è e come si misura.....	46
2.2.1 – Il <i>Trust Game</i> .....	50
2.2.2 – Il <i>Financial Trust Index</i> .....	51
2.3 – Il rapporto di fiducia tra consulente e cliente.....	53
2.3.1 – Il dottore del denaro.....	55
2.3.2 – Gli effetti del rapporto di fiducia.....	58
2.4 – La sfiducia nel sistema finanziario e le sfide cogenti.....	62
2.4.1 – L’impatto del Covid-19 sui mercati finanziari.....	63
2.4.2 – La popolarità della tecnologia.....	65
2.4.3 – La consulenza finanziaria automatizzata.....	67

CAPITOLO 3 – Il profilo degli investitori.....	71
3.1 – L’inquadramento della tolleranza al rischio.....	72
3.2 – La profilatura del cliente attraverso i questionari.....	73
3.2.1 – I limiti dei questionari MiFID.....	75
3.2.2 – Le linee guida dell’ESMA.....	81
3.3 – I contributi della finanza comportamentale.....	84
3.3.1 – Le anomalie comportamentali.....	86
3.3.1.1 – I <i>bias</i> cognitivi.....	87
3.3.1.2 – Le euristiche.....	88
3.3.1.3 – L’effetto <i>framing</i> e l’avversione alle perdite.....	89
3.3.1.4 – La contabilità mentale.....	91
3.3.2 – La personalità degli investitori.....	93
3.4 – Le scale sulla tolleranza al rischio.....	97
3.4.1 – La scala a 13 domande di Grable e Lytton.....	98
 CAPITOLO 4 – Un’analisi empirica del ruolo del consulente e dei suoi clienti.....	 102
4.1 – Introduzione.....	102
4.2 – Il punto di vista del consulente.....	103
4.2.1 – La clientela del consulente Fideuram e l’educazione finanziaria....	104
4.2.2 – I ruoli del consulente Fideuram.....	105
4.2.3 – Il rapporto di fiducia e le qualità del consulente Fideuram.....	106
4.3 – Il questionario clienti.....	108
4.3.1 – La struttura e i contenuti del questionario.....	108
4.3.2 – Le caratteristiche del campione.....	110
4.3.3 – L’educazione finanziaria.....	113
4.3.4 – La personalità dei clienti.....	118
4.3.5 – La tolleranza al rischio.....	120
4.3.6 – Il ruolo del consulente.....	123
4.3.7 – La fiducia e il <i>Trust Game</i> .....	126
4.3.8 – I <i>bias</i> comportamentali: <i>overconfidence</i> e avversione all’ambiguità.....	130
 CONCLUSIONI.....	 133

BIBLIOGRAFIA.....	135
SITOGRAFIA.....	140
APPENDICE A: L'intervista al consulente.....	141
APPENDICE B: Il questionario.....	142

## INTRODUZIONE

Tra i servizi e le attività di investimento annoverati dal Testo Unico della Finanza (TUF) si trova la consulenza finanziaria. Il professionista che fornisce tale servizio è il consulente finanziario, il quale può essere definito come la persona, o l'organizzazione, che offre la sua esperienza finanziaria professionale ad altri individui, gli investitori, che hanno bisogno di assistenza nella gestione del loro patrimonio oppure vogliono delegare interamente le loro decisioni di investimento<sup>1</sup>.

La dimostrazione dell'importanza della consulenza finanziaria, la quale pone al centro dell'attenzione l'interesse del cliente, sta nella sua evoluzione normativa che culmina nel passaggio della consulenza in materia di investimenti da servizio accessorio a servizio, o meglio attività, di investimento. L'esercizio della consulenza finanziaria viene quindi sottoposto a riserva di attività e ad autorizzazione, in modo tale da garantire la professionalità del servizio e ancor prima la tutela del cliente. La necessità di una precisa regolamentazione, che garantisca la funzionalità e correttezza del servizio e la prevenzione dei conflitti di interesse, è quanto mira a raggiungere l'Unione Europea, al fine di armonizzare la consulenza finanziaria, incrementare la trasparenza del mercato e garantire una maggior tutela degli investitori.

La consulenza finanziaria è un servizio a favore del cliente, il quale presenta delle esigenze e delle problematiche da risolvere relative alla gestione del suo patrimonio. Il ruolo del consulente finanziario è quello di aiutare il cliente dal punto di vista finanziario, gestire dunque i suoi risparmi e raggiungere gli obiettivi di rendimento, provvedendo anche ad educarlo e ad avvicinarlo al mondo dei mercati e degli investimenti finanziari, soprattutto in un periodo di forte sfiducia verso il sistema finanziario quale quello attuale. Ma non solo a questo si limita l'azione del consulente finanziario, dal momento che egli funge anche da supporto morale nei confronti del cliente, nella gestione delle sue emozioni e delle sue ansie. Tali aspetti, legati ai comportamenti e alla personalità degli investitori, distorcono le loro scelte e il loro modo di agire, inducendoli a compiere errori che possono danneggiare il loro patrimonio. Il compito del consulente è evitare che questo accada, attraverso la costruzione di un rapporto onesto e trasparente, tale per cui il cliente di fida completamente dei suoi consigli.

---

<sup>1</sup> Fischer R. and Gerhardt R., *Investment Mistakes of Individual Investors and the Impact of Financial Advice*, 20th Australasian Finance & Banking Conference 2007 Paper.

Ogni cliente è diverso, sia per quanto riguarda la situazione finanziaria e patrimoniale, sia ancora prima per quanto riguarda la tolleranza al rischio, il suo carattere e la sua personalità. Di conseguenza, un prodotto finanziario che si adatta ad un particolare cliente non è detto che vada bene anche per un altro individuo. Pertanto, un altro compito del consulente finanziario è quello di analizzare e conoscere in modo approfondito i suoi clienti al fine di fornire le raccomandazioni a loro più coerenti. Per fare ciò si utilizzano i questionari di profilatura della clientela, i quali, nel corso del tempo, hanno subito modifiche e aggiornamenti grazie agli studi dei ricercatori, che hanno contribuito per renderli il più efficaci possibile nell'acquisizione delle informazioni dei clienti.

L'obiettivo di questo elaborato è delineare la figura del consulente finanziario, analizzare i ruoli che svolge, il rapporto di fiducia che instaura con i clienti e il modo in cui questi ultimi si comportano quando devono prendere delle decisioni finanziarie. L'elaborato si struttura in tre capitoli teorici e un capitolo empirico.

Il primo capitolo presenta una panoramica del quadro normativo della consulenza in materia di investimenti, sia dal punto di vista europeo sia italiano. L'elaborato tratta poi la figura del consulente finanziario, delineando le tipologie di consulente con riferimento all'ambito nazionale e alcuni aspetti della sua attività prettamente tecnica. Emergono importanti qualità e competenze che il consulente deve possedere per soddisfare le esigenze dei clienti.

In chiusura di capitolo si dedica un paragrafo all'educazione finanziaria, enfatizzando la sua rilevanza attuale e il suo rapporto con la consulenza finanziaria.

Il secondo capitolo analizza il ruolo fiduciario del consulente finanziario. Accanto ai rendimenti, assume importanza la relazione che il consulente è in grado di instaurare con il cliente, relazione che si basa sulla fiducia reciproca. Si spiega cos'è la fiducia e i principali metodi con cui la si può misurare. In seguito si analizza il rapporto di fiducia tra il consulente ed il cliente, con due focus sul ruolo che il consulente svolge nel gestire le emozioni e gli impulsi dei clienti e sugli effetti di questo rapporto sul servizio di consulenza.

L'ultimo paragrafo espone le sfide cogenti – le tecnologie digitali e la consulenza finanziaria automatizzata – che stanno interessando il mondo della consulenza finanziaria, specie dopo la sfiducia nel sistema finanziario causata dalla crisi pandemica.

Il terzo capitolo è incentrato sul profilo dei clienti. Dopo una breve premessa in cui si introduce la tolleranza al rischio degli investitori, che rappresenta una tra le

caratteristiche principali che il consulente deve tenere in considerazione, si indagano i questionari di profilatura della clientela, con riferimento ai limiti delle indicazioni della normativa. Si descrivono poi i contributi della finanza comportamentale nello studio dei comportamenti irrazionali e distorti degli individui di fronte alle scelte finanziarie e nello studio della loro personalità. Infine, l'ultimo paragrafo contiene un cenno sulle scale di tolleranza al rischio, strumenti validati per rilevare l'atteggiamento degli investitori verso il rischio.

L'ultimo capitolo ha lo scopo di indagare il punto di vista di un consulente finanziario e dei suoi clienti. Attraverso un'analisi empirica, costituita da un'intervista ad un consulente finanziario di Fideuram S.p.A e da un questionario somministrato ad un campione dei suoi clienti, si studiano gli aspetti relativi al ruolo del consulente, al rapporto di fiducia e al comportamento dei clienti, e si confrontano con gli apporti della letteratura economica.

## CAPITOLO 1. La figura del consulente finanziario

La disciplina della consulenza finanziaria è in continua evoluzione, al passo con gli avvenimenti in materia economica e finanziaria che scandiscono i mercati finanziari in questa prima parte del ventunesimo secolo. La direttiva 2004/39 della Comunità Europea (cosiddetta MiFID I) e la successiva direttiva 2014/65 dell'Unione Europea (cosiddetta MiFID II) mirano a garantire la tutela degli investitori e ad incrementare la trasparenza dei mercati. Dalla lettura dei "considerando" che precedono le disposizioni normative delle due direttive, si comprende come la crescita del numero di investitori che operano nei mercati e l'aumento della complessità dei servizi e dei prodotti finanziari<sup>2</sup> richiedono un costante e attento monitoraggio del quadro regolamentare. La tutela degli investitori è garantita mediante l'inserimento della consulenza in materia di investimenti tra i servizi e le attività di investimento che richiedono un'autorizzazione e dalle importanti responsabilità poste a capo dei soggetti abilitati a svolgere tale servizio, i consulenti finanziari. La possibilità per gli investitori di affidarsi ad un consulente finanziario che possiede certificate conoscenze e competenze in materia di mercati e prodotti finanziari consente di gestire in modo efficiente i loro risparmi e di effettuare gli adeguati investimenti. Ma non è solo questo il ruolo del consulente finanziario, dal momento che egli può porsi come il soggetto professionale in grado di educare l'investitore in materia di approccio al mondo finanziario e partecipazione ai mercati finanziari, sulla scia di quel filone di letteratura che sostiene che la consulenza finanziaria è un complemento dell'educazione finanziaria.

In questo capitolo viene trattata l'evoluzione normativa della consulenza finanziaria dagli anni '90 del secolo scorso fino al contesto attuale. Ci si sofferma in particolare sulle direttive europee MiFID I e II e sul loro recepimento da parte del legislatore italiano. Si accenna inoltre all'alba della nuova MiFID III e ai cambiamenti previsti in sede di

---

<sup>2</sup> Ai sensi del Testo Unico della Finanza, i prodotti finanziari sono gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria. A sua volta gli strumenti finanziari comprendono i valori mobiliari, gli strumenti del mercato monetario, quote di organismi di investimento collettivo, strumenti finanziari derivati. Ancora, seguendo un meccanismo cosiddetto a cerchi concentrici (che vede nell'anello più esterno i prodotti finanziari e in quello più interno i valori mobiliari), i valori mobiliari sono rappresentati da azioni di società e altri titoli di società parimenti rappresentativi di capitale di rischio, obbligazioni e altri titoli di debito che possono essere negoziati nel mercato dei capitali.

prestazione del servizio di consulenza finanziaria, in particolare con l'introduzione del tema della sostenibilità.

Si approfondisce poi, in ambito nazionale, come viene disciplinata la figura professionale del consulente finanziario (per quanto riguarda le diverse tipologie di consulente, i requisiti e le regole di comportamento che devono rispettare, la remunerazione) dal Testo Unico della Finanza (TUF<sup>3</sup>) e dalla normativa secondaria.

Il capitolo prosegue con un'analisi delle attività del consulente, che presuppongono ampie conoscenze e competenze, in particolare la capacità di implementare una efficace strategia di diversificazione e di prevenire i conflitti di interesse con il cliente, allo scopo ultimo garantire la sua tutela.

In chiusura di capitolo è dedicato un paragrafo all'educazione finanziaria e alla sua importanza per affrontare con più consapevolezza il mondo della finanza. Si citano alcune ricerche empiriche in cui si analizza il ruolo della consulenza finanziaria come complemento o sostituto dell'educazione finanziaria.

## **1.1. La consulenza in materia di investimenti: un excursus normativo**

Il servizio di consulenza finanziaria nel corso degli anni ha subito un'evoluzione articolata dal punto di vista regolamentare, a livello sia nazionale sia europeo. Nonostante quella della consulenza finanziaria sia una disciplina abbastanza recente – dalla legge n. 1 del 2 gennaio 1991 sono passati poco più di trent'anni – il processo normativo che culmina nel recepimento della direttiva MiFID II si presenta alquanto travagliato.

La legge n.1 del 2 gennaio del 1991 (conosciuta meglio come legge Sim), che disciplina l'attività di intermediazione mobiliare e l'organizzazione dei mercati mobiliari, all'articolo 1, annovera tra le attività di intermediazione mobiliare anche la consulenza in materia di valori mobiliari. All'articolo 2 della medesima legge, è prevista la riserva di attività a favore delle società di intermediazione mobiliare (le cosiddette Sim). Qualora una società di intermediazione mobiliare intenda svolgere l'attività di consulenza in materia di valori mobiliari, deve richiedere il rilascio di una apposita autorizzazione. La stessa disciplina si applica alle aziende ed istituti di credito, alle società fiduciarie e agli agenti di cambio.

---

<sup>3</sup> Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, entrato in vigore il 1° luglio 1998 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria).

Il legislatore comunitario, con la direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993 riguardante i servizi di investimento mobiliari, inserisce la consulenza in materia di investimenti tra i servizi accessori. Di conseguenza, diversamente da quanto previsto dal legislatore italiano con la legge Sim del 1991, l'esercizio della consulenza in materia di investimenti è un'attività libera non soggetta ad autorizzazione preventiva. Il legislatore italiano recepisce la direttiva comunitaria con il decreto legislativo n. 415 del 23 luglio 1996 disciplinando per l'appunto, all'articolo 1, la consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari tra i servizi accessori. Anche il Testo Unico della Finanza (TUF) del 1998 conferma all'articolo 1 comma 6 la consulenza in materia di investimenti come servizio accessorio. La liberalizzazione del servizio di consulenza significa che esso può essere offerto da qualsiasi persona, sia essa fisica o giuridica, senza la necessità di una autorizzazione. In questo modo non viene data importanza ed esclusività alla consulenza, la quale rimane per questo periodo di tempo, dalla direttiva europea del 1993 all'emanazione della MiFID I nel 2004, non disciplinata nel dettaglio, senza una precisa definizione legislativa e non priva di dubbi interpretativi nel suo svolgimento. La Consob<sup>4</sup> si limita a definire l'attività di consulenza in una comunicazione del 1997, nella quale precisa che essa "consiste propriamente nella fornitura di indicazioni utili perché il cliente possa effettuare scelte di investimento in strumenti finanziari, avendo cura di consigliare al cliente medesimo le operazioni più adeguate in relazione alla sua situazione economica e ai suoi obiettivi di investimento"<sup>5</sup>. Nella stessa comunicazione si specifica che l'esercizio della consulenza in materia di investimenti non è consentito ai promotori finanziari, a meno che tale attività "sia svolta per conto del soggetto abilitato all'offerta fuori sede per conto del quale (il promotore) opera o di altro soggetto appartenente al medesimo gruppo". In sostanza i promotori finanziari possono svolgere l'attività di consulenza solo se incaricati e sotto la direzione e il controllo di un intermediario. Ciò che invece i promotori finanziari possono esercitare liberamente, a titolo personale senza alcun impedimento, è l'attività di consulenza alle imprese in materia di struttura finanziaria, di cui all'articolo 1, comma 4, lettera d), del decreto legislativo n. 415 del 1996. Si tratta, ai sensi della comunicazione Consob del 1997 già citata, di un'attività puramente

---

<sup>4</sup> La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa è l'autorità indipendente di vigilanza del mercato finanziario italiano, istituita nel 1974. Essa si occupa di garantire la trasparenza, la correttezza e l'efficienza del mercato ed assicurare la tutela degli investitori.

<sup>5</sup> Comunicazione Consob n. 97013052 del 17-12-1997.

informativa su vari aspetti del prodotto finanziario più adeguato per il cliente; un'attività quindi strumentale che non ricade nel campo della consulenza in materia di investimenti. In un'altra comunicazione<sup>6</sup>, di poco successiva all'entrata in vigore del TUF, la Consob delinea uno schema generale dell'attività di consulenza, sottolineando in particolare il rapporto bilaterale e personalizzato tra consulente e cliente, basato sulla trasparenza e sulla conoscenza da parte del consulente della situazione finanziaria e degli obiettivi del cliente, nonché sull'importanza del requisito di indipendenza del consulente rispetto ai prodotti e agli investimenti consigliati. Inoltre si precisa nuovamente il carattere accessorio della consulenza in materia di investimenti, il cui libero esercizio, in forma individuale ovvero societaria, non è riservato esclusivamente agli intermediari autorizzati ad esercitare i servizi di investimento ai sensi dell'articolo 18, comma 1, del Testo Unico della Finanza. A questi soggetti, si richiede quantomeno il rispetto di alcuni criteri generali di svolgimento dell'attività: l'articolo 21 del TUF richiede ad essi di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza nei confronti dei clienti, richiede un'adeguata informativa, adeguate risorse e procedure, la tutela dei clienti e così via. Anche altri soggetti, diversi dagli intermediari autorizzati, possono prestare il servizio di consulenza, tuttavia non sono sottoposti alla disciplina del TUF e delle norme attuative. Questo spiega l'eterogeneità e i dubbi di qualificazione della consulenza in materia di investimenti.

### **1.1.1. La direttiva MiFID I**

A portare maggior ordine e armonizzazione alla disciplina della consulenza finanziaria è stata la direttiva MiFID I del 2004<sup>7</sup>, recepita in Italia con il Decreto legislativo 17 settembre 2007, n. 164, il quale apporta significative modifiche al Testo Unico della Finanza. In particolare la consulenza in materia di investimenti non è più un servizio accessorio ma viene ricompresa tra i servizi e le attività di investimento che hanno per oggetto strumenti finanziari. Di conseguenza, la consulenza in materia di investimenti torna ad essere un'attività riservata che non può essere esercitata se non previa autorizzazione delle competenti autorità di vigilanza. Il considerando 3 della direttiva MiFID I motiva infatti che "per via della sempre maggiore dipendenza degli investitori

---

<sup>6</sup> Comunicazione Consob n. 98080600 del 14-10-1998.

<sup>7</sup> Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004.

dalle raccomandazioni personalizzate, è opportuno includere la consulenza in materia di investimenti tra i servizi di investimento che richiedono un' "autorizzazione". L'autorizzazione è rilasciata dalla Consob, sentita la Banca d'Italia, ed è subordinata al rispetto di determinate condizioni stabilite dall'articolo 19 del TUF.

*Tabella 1.1 – Condizioni per l'autorizzazione all'esercizio dei servizi e della attività di investimento*

**Condizioni  
di  
esercizio**

a) sia adottata la forma di società per azioni

b) la denominazione sociale comprenda le parole "società di intermediazione mobiliare"

c) la sede legale e la direzione generale della società siano situate nel territorio della Repubblica

d) il capitale versato sia di ammontare non inferiore a quello determinato in via generale dalla Banca d'Italia

e) vengano fornite tutte le informazioni, compreso un programma di attività, che indichi in particolare i tipi di operazioni previste e la struttura organizzativa

f) i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo siano idonei allo svolgimento dell'incarico (requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza, criteri di competenza e correttezza, dedicare il tempo necessario all'efficace espletamento dell'incarico)

g) i titolari di partecipazioni qualificate abbiano i requisiti di onorabilità e soddisfino i criteri di competenza e correttezza

*Fonte: articolo 19, comma 1, TUF.*

La direttiva MiFID I ha inoltre portato all'introduzione nel TUF di una definizione di consulenza in materia di investimenti, con ciò intendendo "la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del

prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario”<sup>8</sup>. Tale definizione necessita di venire analizzata per meglio comprendere quando poter qualificare un’attività come consulenza finanziaria o meno. Innanzitutto, il principale tratto caratteristico della consulenza finanziaria è la personalizzazione della raccomandazione, che si distingue da una semplice comunicazione informativa. L’articolo 1, comma 5-*septies*, del TUF (aggiornato al 2007) continua precisando che “la raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione”. Ciò vuol dire che la raccomandazione diffusa ad una generalità indistinta di persone non rientra nella fattispecie della consulenza in materia di investimenti. Per esempio, una raccomandazione su un determinato strumento finanziario che viene fornita in un giornale o in una rivista, in televisione oppure attraverso internet, non rientra nell’attività di consulenza<sup>9</sup>, in quanto non rivolta ad un cliente specifico bensì ad un pubblico indistinto. Si tratta dunque in questo caso di una forma di raccomandazione generale che riguarda operazioni relative a strumenti finanziari e rientra tra i servizi accessori<sup>10</sup>. La consulenza in materia di investimenti è comunque un servizio a disposizione di tutti coloro che se ne intendono avvalere, tuttavia esso deve essere personalizzato ed indirizzato ad uno specifico cliente. Ogni cliente presenta infatti caratteristiche diverse, in tema di bisogni, propensione al rischio, obiettivi di investimento, che il consulente deve necessariamente tenere in considerazione. Si denota così il carattere soggettivo della consulenza finanziaria.

Un’altra caratteristica della consulenza in materia di investimenti è che la raccomandazione personalizzata deve essere riferita ad uno specifico strumento finanziario (ovvero a diversi specifici strumenti finanziari), quale può essere un’azione, un’obbligazione oppure un contratto derivato. Se invece l’oggetto della raccomandazione personalizzata riguarda una categoria generale di strumenti finanziari, per esempio il comparto azionario o obbligazionario, oppure se la raccomandazione consiste nel

---

<sup>8</sup> Articolo 1, comma 5-*septies*, del decreto legislativo n. 58 del 1998 (aggiornato con le modifiche apportate dal decreto legislativo n. 164 del 2007).

<sup>9</sup> <https://www.professionefinanza.com/la-consulenza-finanziaria-nella-mifid/>

<sup>10</sup> Si veda l’allegato del decreto legislativo n. 58 del 1998 (sempre aggiornato al decreto legislativo n. 164 del 2007), sezione B, numero (5).

consigliare al cliente di investire in un settore o in un'area geografica, si esce dal campo di azione della consulenza in materia di investimenti per entrare in quello delle raccomandazioni generali, che, si ricorda, è inserito tra i servizi accessori.

La prestazione della raccomandazione personalizzata può avvenire su richiesta dell'investitore, il quale si reca presso il consulente e ne richiede il servizio. Altrimenti può essere il consulente stesso che, per sua iniziativa, avanza una proposta all'investitore, non sulla base di un contratto stabilito in precedenza.

Il rapporto tra il consulente, che fornisce la raccomandazione, e il cliente deve basarsi sulla trasparenza e su un reciproco scambio di informazioni – corrette, chiare e non fuorvianti – rilevanti ai fini dell'efficacia del servizio. A questo scopo, la MiFID I, perseguendo l'obiettivo principale che è la tutela degli investitori, richiede il rispetto, da parte di entrambe le parti coinvolte, di determinati obblighi e norme di comportamento<sup>11</sup>. Per esempio i clienti devono essere informati sugli strumenti finanziari e le strategie di investimento che il consulente propone, sui costi e gli oneri connessi al servizio, in modo da poter effettuare scelte con cognizione di causa. Ma sono anche i clienti (o potenziali clienti) a dover fornire determinate informazioni per permettere al consulente di prestare le raccomandazioni a loro più adatte. Queste informazioni riguardano le conoscenze ed esperienze del cliente in materia di investimenti relativi a specifici prodotti finanziari, la sua situazione finanziaria e i suoi obiettivi di investimento. Il consulente può allora effettuare la cosiddetta valutazione di adeguatezza, la quale tiene conto delle informazioni del cliente e dei potenziali rischi connessi alle raccomandazioni fornite dal consulente. Qualora il cliente non provveda ad esibire le informazioni richieste, il consulente non può procedere all'esecuzione delle operazioni di investimento per suo conto; neppure nel caso in cui il cliente insista dopo che il consulente ha valutato queste operazioni a lui non adeguate.

### **1.1.2. La direttiva MiFID II**

Successive modifiche e migliorie al tema dei mercati e dell'intermediazione finanziaria vengono apportate dalla direttiva 2014/65/UE (meglio conosciuta come MiFID II). La MiFID I viene così in parte riordinata e in parte modificata e sostituita dalla MiFID II e dal regolamento (UE) n. 600/2014, conosciuto come regolamento MiFIR (*Markets in*

---

<sup>11</sup> Si veda a tal proposito l'articolo 19 della direttiva 2004/39/CE (MiFID I).

*Financial Instruments Regulation*). Completano il quadro numerosi regolamenti delegati e orientamenti dell'ESMA<sup>12</sup>. In Italia l'introduzione della MiFID II viene recepita con il decreto legislativo n. 129 del 2017, con efficacia a partire dal 3 gennaio 2018, e, a livello di normativa secondaria, dall'introduzione del cosiddetto Regolamento Intermediari<sup>13</sup>, che portano a modifiche di parti del TUF.

Sulla scia della MiFID I, la direttiva MiFID II ne condivide e rafforza gli obiettivi. La crisi finanziaria del 2008, l'evoluzione dei mercati finanziari, l'aumento del numero di investitori che in essi operano, l'incremento della gamma e della complessità dei servizi e degli strumenti finanziari in circolazione, portano il legislatore comunitario a perseguire una maggiore armonizzazione nella disciplina degli intermediari e lo sviluppo di un mercato finanziario unico nell'Unione Europea, uniti al rafforzamento della trasparenza del mercato e della tutela degli investitori.

In tema di consulenza in materia di investimenti, la MiFID II ne conferma la definizione e la collocazione tra i servizi e le attività di investimento, nonché "l'importanza come servizio di investimento alla clientela *retail*, anche alla luce della sempre maggiore complessità dei mercati e degli strumenti finanziari"<sup>14</sup>. Le principali novità si trovano negli articoli 24 e 25 della direttiva MiFID II, norme che intendono garantire la protezione degli investitori. In primo luogo, tra le informazioni che il cliente deve fornire al consulente ai fini della valutazione dell'adeguatezza, devono essere comprese, oltre alle conoscenze ed esperienze del cliente in materia di investimenti, alla sua situazione finanziaria e ai suoi obiettivi di investimento, anche la sua capacità di sostenere eventuali perdite e la sua tolleranza al rischio. Per di più, se il consulente raccomanda diversi prodotti o servizi aggregati in un pacchetto, la valutazione di adeguatezza deve riguardare l'intero pacchetto, cioè esso deve essere adeguato al profilo e alle esigenze del cliente.

Anche le informazioni che il consulente deve comunicare al cliente o potenziale cliente sono ampliate e più stingingenti. Le informazioni relative ai costi e agli oneri connessi al servizio devono includere il costo della consulenza, il costo degli strumenti finanziari

---

<sup>12</sup> L'ESMA (*European Securities and Markets Authority*) è un'autorità indipendente europea, i cui obiettivi sono la protezione degli investitori e la salvaguardia del funzionamento dei mercati finanziari nell'Unione Europea.

<sup>13</sup> Delibera Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018.

<sup>14</sup> Quattrocchio L.M., *MiFID II e MiFIR. Il quadro europeo di riferimento*, Diritto ed Economia dell'Impresa – Giappichelli, Fascicolo 4, 2018.

raccomandati o venduti al cliente e le modalità di remunerazione, nonché essere presentate al cliente in forma aggregata per facilitare la sua valutazione di convenienza. Il consulente deve fornire informazioni sulle strategie di investimento e sulla gamma di prodotti finanziari che intende raccomandare al cliente, in modo da orientarlo e renderlo consapevole dei possibili rischi associati agli investimenti. Inoltre il consulente deve specificare al cliente – ai sensi dell’articolo 24, paragrafo 4, lettera a), della MiFID II – se la consulenza è fornita su base indipendente o meno; se essa si fonda su un’analisi del mercato ampia o più ristretta delle tipologie di strumenti finanziari e se è inficiata da stretti legami tra il consulente e i fornitori di strumenti finanziari che rischiano di comprometterne l’indipendenza; se il consulente fornisce ai clienti la valutazione periodica dell’adeguatezza degli strumenti finanziari raccomandati, necessaria per comprendere se tali strumenti continuano ad essere coerenti con le loro esigenze e il loro profilo di rischio.

### **1.1.3. Verso la MiFID III**

Nel corso del 2020, il quadro normativo europeo sui servizi di investimento è oggetto di una evoluzione radicata su tre pilastri: l’armonizzazione dei mercati di capitali dell’Unione Europea, la digitalizzazione della finanza e la diffusione degli investimenti sostenibili. Anche la disciplina sui mercati degli strumenti finanziari subisce lavori di revisione con lo scopo di ovviare alla crisi economica causata dalla pandemia da Covid-19 e riavvicinare investitori e imprese ai mercati finanziari. A tal proposito, la Commissione europea lancia a febbraio 2020 una consultazione pubblica, che ha come oggetto la modifica delle regole di tutela degli investitori e l’esigenza di incentivare la loro partecipazione ai mercati finanziari, in cui i soggetti interessati propongono modifiche e miglioramenti della direttiva MiFID II in ottica della redazione della cosiddetta MiFID III<sup>15</sup>. Per esempio, secondo l’Anasf (Associazione Nazionale dei Consulenti Finanziari), la MiFID II porta sì ad una maggiore tutela degli investitori, tuttavia le norme di comportamento richiedono troppi adempimenti, controlli e oneri burocratici in capo ai consulenti e agli intermediari, tali da far ricadere il costo sostenuto per tali azioni sui soggetti che, secondo la direttiva, dovrebbero essere tutelati, ossia gli investitori. Sempre l’Anasf si esprime sull’utilizzo delle tecnologie digitali nella prestazione di servizi di investimento, in

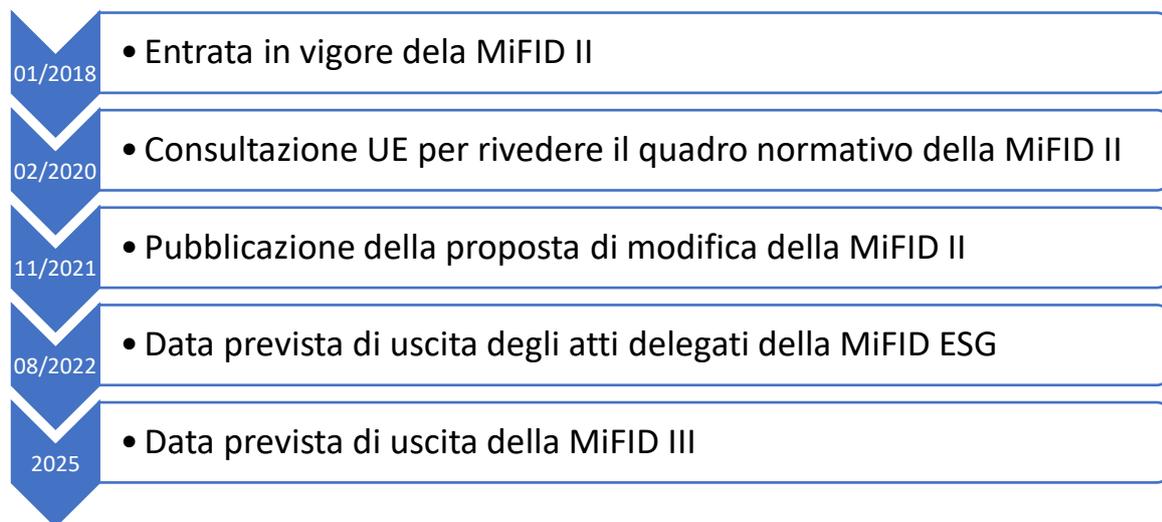
---

<sup>15</sup> Relazione Annuale 2020, Organismo di vigilanza e tenuta dell’albo unico dei Consulenti Finanziari.

particolare della consulenza finanziaria. L'Associazione si ritiene favorevole all'automatizzazione di consigli di base e generali, cioè alla prestazione di raccomandazioni generali a scopo meramente informativo, attraverso canali digitali; al contrario, ritiene che la prestazione di raccomandazioni personalizzate sia più efficace se basata sull'interazione umana, anche per favorire una maggior comprensione ai soggetti beneficiari<sup>16</sup>. Pertanto, nonostante la repentina diffusione delle tecnologie digitali anche nel mondo della finanza, la consulenza in materia di investimenti rimane un servizio in cui è preferibile l'intervento umano.

La previsione della nuova MiFID III è ancora in fase embrionale, anche dopo una prima pubblicazione da parte della Commissione europea della proposta di modifica della MiFID II nel novembre del 2021, e sono ampi i margini di intervento per perfezionare la normativa. I primi passi però sono già stati compiuti, sia in ambito europeo con la direttiva (UE) 2021/338 del 16 febbraio 2021, che apporta modifiche alla MiFID II in relazione alla tutela degli investitori e alla ripresa dei mercati dopo la crisi da Covid-19, sia in ambito nazionale con la delibera Consob n. 21755 del 10 marzo 2021, che modifica il Regolamento Intermediari del 2018 in tema di requisiti di conoscenza e competenza e di formazione e aggiornamento professionale dei consulenti finanziari.

*Figura 1.1 – Sequenza temporale MiFID III*



Fonte: <https://www2.deloitte.com/lu/en/pages/investment-management/articles/three-roads-midif-iii.html>

<sup>16</sup> Ciccolella S., *MiFID III, lavori in corso*, Milano Finanza, p. 54, 23 Maggio 2020.

Inoltre, anche nei servizi di investimento e nella consulenza finanziaria diventa sempre più rilevante il tema della sostenibilità. Per questo, l'autorità europea di vigilanza dei mercati finanziari (ESMA) ha indetto una consultazione pubblica in chiave di revisione e aggiornamento della valutazione di adeguatezza in relazione alle disposizioni introdotte sul tema della sostenibilità, che porterà alla pubblicazione di appositi atti delegati prevista nel terzo trimestre del 2022. In particolare, tale processo riguarda la revisione dei questionari di profilazione della clientela (che servono per rilevare il profilo dell'investitore, trattati nel prossimo capitolo) al fine di rilevare le preferenze di sostenibilità dell'investitore<sup>17</sup>. La Commissione europea definisce le preferenze di sostenibilità come la scelta del cliente o potenziale cliente di inserire o meno nel suo portafoglio di investimento determinati strumenti finanziari per i quali decide di investire una quota minima in investimenti sostenibili, ai sensi di regolamenti dell'Unione Europea relativi al tema della sostenibilità<sup>18</sup>. Ciò che deve fare il consulente finanziario, una volta individuati i prodotti finanziari più adeguati al cliente, è verificare che i fattori ESG (*Environmental, Social and Governance*) di tali prodotti siano allineati con le preferenze di sostenibilità del cliente.

Tra le novità principali della prossima MiFID III c'è quindi l'introduzione del tema della sostenibilità. Data la vastità e la complessità della materia, si lascia ad altra sede l'approfondimento, che non è obiettivo di questo elaborato. Si vuole solamente sottolineare come i consulenti finanziari e il personale degli intermediari che prestano servizi di investimento dovranno da questo momento possedere appropriate conoscenze e competenze in materia di finanza sostenibile ed essere costantemente aggiornati attraverso specifici percorsi di formazione.

## **1.2. Le tipologie di consulente**

La MiFID II non disciplina in modo chiaro una classificazione dei consulenti finanziari, limitandosi ad indicare caratteristiche del servizio di consulenza che, caso per caso, possono essere regolate e concordate in base alle scelte del consulente e alle esigenze del

---

<sup>17</sup> <https://www.focusrisparmio.com/news/sostenibilita-nuova-consultazione-esma-preferenze-esg-e-adequatezza-dei-clienti>

<sup>18</sup> Regolamento delegato (UE) 2021/1253 della Commissione del 21 aprile 2021.

cliente. Per esempio, circa la caratteristica dell'indipendenza, la MiFID II non ne fornisce una definizione precisa, tantomeno di consulenza finanziaria indipendente né di consulente indipendente, ma ad essa si avvicina dettando precise condizioni su come deve essere svolta la consulenza per potersi considerare indipendente. È lasciato ai Paesi dell'Unione Europea, attraverso il recepimento della direttiva 2014/65/UE, l'adozione di appositi schemi che disciplinino in modo più preciso e adeguato la consulenza finanziaria. In Italia, come già accennato, il decreto legislativo 129 del 2017, unitamente alle disposizioni di attuazione del Regolamento Intermediari del 2018, porta a modifiche del Testo Unico della Finanza e ad una disciplina più delineata della consulenza finanziaria. Per consulenti finanziari si intendono i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria<sup>19</sup>. Queste tre categorie sono iscritte in altrettante distinte sezioni dell'albo unico dei consulenti finanziari (ex albo unico dei promotori finanziari), disciplinato dal comma 4 dell'articolo 31 del TUF. La tenuta dell'albo è di competenza dell'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari (OCF), associazione senza scopo di lucro dotata di personalità giuridica e con autonomia organizzativa e statutaria. L'Organismo si occupa dell'iscrizione all'albo dei consulenti finanziari persone fisiche e delle società di consulenza finanziaria, i quali devono soddisfare determinati requisiti. Esso inoltre provvede alla cancellazione dall'albo<sup>20</sup> di soggetti o società e ad ogni altra attività indispensabile per la sua tenuta.

L'iscrizione all'albo da parte dei consulenti persone fisiche (sezioni dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede e dei consulenti finanziari autonomi) è subordinata al superamento di una prova valutativa. Tale prova, indetta con cadenza almeno annuale dall'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari, "deve consentire di verificare l'effettivo possesso da parte dei candidati delle conoscenze e delle competenze necessarie per lo svolgimento della relativa attività"<sup>21</sup>. La prova valutativa e la conseguente iscrizione all'albo garantiscono la professionalità dei soggetti che prestano il servizio di consulenza, i quali, avendo a che fare con il denaro degli

---

<sup>19</sup> Articolo 138, comma 1, lettera h) del Regolamento Intermediari del 2018.

<sup>20</sup> L'articolo 152 del Regolamento Intermediari, al comma 1, elenca le ipotesi di cancellazione dall'albo, tra le quali figurano la volontà dell'interessato, l'iscrizione all'albo ottenuta in modo irregolare, la perdita di requisiti necessari per l'iscrizione, il decesso, un provvedimento di radiazione dall'albo.

<sup>21</sup> Articolo 149, comma 2, del Regolamento Intermediari.

investitori ma ancor prima con delle persone, devono provvedere alla loro tutela e, per quanto possibile, al miglioramento delle loro vite. Tutto ciò dimostra l'importanza e la complessità della consulenza in materia di investimenti.

Nonostante la diffusione della pandemia da Covid-19 e le conseguenti misure restrittive adottate a livello nazionale, la Relazione Annuale 2020 dell'OCF rivela come il numero di clienti gestiti è aumentato, così come sono aumentati i volumi di raccolta complessiva nel corso del 2020 e dei primi mesi del 2021. Questo enfatizza il ruolo dei consulenti, i quali, in questo periodo di incertezza e volatilità, sono stati in grado di gestire non solo i patrimoni dei clienti, ma anche e soprattutto le loro tensioni e la loro emotività.

Il 2020 e l'inizio del 2021, sulla scia degli ultimi anni, mostrano un lieve calo dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede e degli iscritti alle prove valutative. Sono invece in aumento gli iscritti alle sezioni dei consulenti finanziari autonomi e delle società di consulenza finanziaria, come si può notare nella tabella 1.2. Va precisato che uno stesso consulente finanziario persona fisica non può essere contemporaneamente iscritto nelle due sezioni dell'albo relative ai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede e ai consulenti finanziari autonomi.

*Tabella 1.2 – Composizione albo unico dei consulenti finanziari*

	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>Consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede</b>	53299	51630
<b>Consulenti finanziari autonomi</b>	250	306
<b>Società di consulenza finanziaria</b>	36	44
<b>Iscritti alle prove</b>	4573	3969

*Fonte: Relazione Annuale 2020, Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari.*

Il servizio di consulenza in materia di investimenti può oggi essere prestato da diverse figure professionali, in qualità di persone fisiche o persone giuridiche. I consulenti finanziari persone fisiche si distinguono in consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede e in consulenti finanziari autonomi, entrambi, come già visto, iscritti all'albo unico dei consulenti finanziari. Ci sono inoltre i tradizionali dipendenti di una banca o intermediario, autorizzato ad esercitare l'attività di consulenza, che però non sono iscritti all'albo unico dei consulenti finanziari. Questi ultimi presentano delle limitazioni nell'esercizio della consulenza, in quanto non possiedono elevate competenze in materia

di mercati finanziari, hanno molti clienti – ciò significa che il singolo cliente riceve poca assistenza e non si instaura un solido rapporto fiduciario con il consulente – e la loro offerta di prodotti e servizi finanziari è circoscritta ai prodotti e servizi forniti dall'intermediario da cui dipendono. Inoltre essi operano solo in filiale e quindi non possono esercitare l'offerta fuori sede<sup>22</sup>.

### **1.2.1. I consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede**

La prima sezione dell'albo unico dei consulenti finanziari è costituita dai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede (precedentemente chiamati promotori finanziari). Il Testo Unico della Finanza definisce tale figura come la persona fisica, iscritta nell'apposita sezione dell'albo, la quale, "in qualità di agente collegato<sup>23</sup>, esercita professionalmente l'offerta fuori sede come dipendente, agente o mandatario"<sup>24</sup>. In questa definizione è racchiuso l'ambito di azione del consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede, il quale agisce come monomandatario, cioè nell'interesse di un solo soggetto e sotto la sua responsabilità. Tale soggetto può essere una Sim (società di intermediazione mobiliare), un'impresa di investimento, una banca italiana, una banca UE, un'impresa di un paese terzo, una Sgr (società di gestione del risparmio) o altro, il quale, nell'esercizio dei servizi e delle attività di investimento, si avvale di consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede. Il soggetto è anche responsabile in solido dei danni provocati a terzi dal consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede di cui si avvale. Dunque, una caratteristica principale di questa categoria di consulenti è il fatto di agire su incarico di

---

<sup>22</sup> "Per offerta fuori sede si intendono la promozione e il collocamento presso il pubblico:

- a) di strumenti finanziari in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento;
- b) di servizi e attività di investimento in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze di chi presta, promuove o colloca il servizio o l'attività." (Articolo 30, comma 1, TUF).

<sup>23</sup> "Per agente collegato si intende la persona fisica o giuridica che, sotto la piena e incondizionata responsabilità di una sola impresa di investimento per la quale opera, promuove servizi di investimento e/o servizi accessori presso clienti o potenziali clienti, riceve e trasmette le istruzioni o gli ordini dei clienti riguardanti servizi di investimento o strumenti finanziari, colloca strumenti finanziari o presta consulenza ai clienti o potenziali clienti rispetto a detti strumenti o servizi finanziari." (Articolo 1, comma 5-septies.2, TUF).

<sup>24</sup> Articolo 1, comma 5-septies.3, TUF.

uno dei soggetti di cui al comma 1 dell'articolo 31 del TUF. L'incarico si sostanzia in un contratto di lavoro subordinato, in un rapporto di agenzia oppure in un mandato.

Il consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede può esercitare tutti i servizi e le attività di investimento e i servizi accessori e promuove e colloca tali servizi e i prodotti finanziari. Di conseguenza la sua attività non è limitata alla prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti. Egli inoltre, nell'esercizio della sua attività, non può detenere denaro contante dei clienti o potenziali clienti del soggetto per conto del quale opera, come non può ricevere assegni o strumenti finanziari a lui intestati. Tutto ciò deve essere intestato alla società per cui il consulente opera, in modo tale da evitare truffe o trasgressioni dovute per esempio all'eccessiva confidenza, amicizia o parentela tra il consulente e il cliente.

Per quanto concerne la remunerazione, il consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede è remunerato solamente a commissioni, o meglio provvigioni, cioè viene pagato dal soggetto da cui riceve l'incarico in base alla quantità (massa monetaria) investita dai suoi clienti. Egli non può quindi ricevere dal cliente stesso alcuna forma di compenso. Di conseguenza, non conta tanto quanti clienti il consulente ha o quanti prodotti riesce a vendere (alcuni dei quali garantiscono pure commissioni più alte); bensì il consulente guadagna sulle masse investite, cioè quanto ammontare di denaro i clienti mettono a disposizione del consulente per investire. Talvolta avere molti clienti porta ad un maggiore impegno da parte del consulente nel gestire tutte le problematiche di ciascuno di essi.

Ai fini dell'iscrizione all'albo, il consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede deve soddisfare dei requisiti. Il superamento della prova valutativa, oltre al possesso di un titolo di studio almeno pari al diploma di istruzione secondaria superiore, costituiscono i requisiti di professionalità. Coloro che già possiedono dei requisiti di professionalità stabiliti con decreto ministeriale e accertati dall'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo possono sottrarsi dallo svolgimento della prova. Inoltre i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede devono rispettare dei requisiti di onorabilità che consistono nell'assenza di situazioni impeditive o di incompatibilità con l'attività svolta, quale ad esempio l'essere socio, amministratore o dipendente di una società di consulenza finanziaria. I consulenti devono anche osservare delle regole di comportamento stabilite dal Regolamento Intermediari del 2018: devono tenere un comportamento diligente, corretto e trasparente, rispettare le disposizioni legislative e regolamentari che

riguardano la loro attività, osservare obblighi di riservatezza relativi alle informazioni ottenute dai clienti o dai potenziali clienti<sup>25</sup>.

### **1.2.2. I consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria**

La seconda e la terza sezione dell'albo unico dei consulenti finanziari sono costituite, rispettivamente, dai consulenti finanziari autonomi e dalle società di consulenza finanziaria. Il legislatore italiano, già con il recepimento della MiFID I ma in maniera più chiara a seguito della MiFID II, ha esteso la possibilità di esercitare la consulenza in materia di investimenti anche a queste due categorie, le quali agiscono restando indipendenti rispetto ad intermediari e altri emittenti. Il legislatore introduce nell'ordinamento italiano la figura del consulente finanziario indipendente, che può agire in qualità di persona fisica, prendendo il nome di consulente finanziario autonomo, o di persona giuridica, costituendo una società di consulenza finanziaria. Ai sensi del TUF è dunque prevista la possibilità:

- per le persone fisiche, che osservano i requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali stabiliti con regolamento ministeriale, iscritte nell'apposita sezione dell'albo,
- per le società in forma di società per azioni o società a responsabilità limitata, nel rispetto dei requisiti patrimoniali e di indipendenza, iscritte nell'apposita sezione dell'albo,

di “prestare la consulenza in materia di investimenti relativamente a valori mobiliari e a quote di organismi di investimento collettivo, senza detenere fondi o titoli appartenenti ai clienti”<sup>26</sup>.

Dalla disciplina del TUF di cui agli articoli 18-*bis* e 18-*ter* emergono due caratteristiche che contraddistinguono l'operatività dei consulenti finanziari autonomi e delle società di consulenza finanziaria. Innanzitutto, a differenza dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, questi non possono esercitare tutti i servizi e le attività di investimento, bensì esclusivamente il servizio di consulenza in materia di investimenti, e senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di appartenenza del cliente.

---

<sup>25</sup> Articolo 158 del Regolamento Intermediari del 2018.

<sup>26</sup> Articoli 18-*bis* e 18-*ter* TUF.

In secondo luogo, ma non di minore importanza, i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria devono soddisfare il requisito di indipendenza. Il D.M. n. 206 del 2008<sup>27</sup> stabilisce infatti che non possono essere iscritti all'albo "i soggetti che intrattengono, direttamente, indirettamente o per conto di terzi, rapporti di natura patrimoniale o professionale o di altra natura, compresa quella familiare, con emittenti e intermediari, con società loro controllate, controllanti o sottoposte a comune controllo, con l'azionista o il gruppo di azionisti che controllano tali società, o con amministratori o dirigenti di tali società, se tali rapporti possono condizionare l'indipendenza di giudizio della società nella prestazione della consulenza in materia di investimenti"<sup>28</sup>. Il consulente finanziario autonomo (o indipendente) non lavora quindi per nessuna banca o intermediario; può essere invece socio amministratore, dipendente o collaboratore di una società di consulenza finanziaria<sup>29</sup>. Quest'ultima nell'esercizio della sua attività si avvale di consulenti finanziari autonomi ed è responsabile in solido qualora essi causino danni a terzi.

Dal punto di vista remunerativo, il consulente finanziario autonomo e la società di consulenza finanziaria non ricevono commissioni o altri benefici da intermediari, emittenti finanziari o comunque soggetti diversi dai clienti a cui prestano il servizio. Il loro servizio di consulenza è remunerato direttamente dal cliente attraverso una parcella, che non dipende dal rendimento degli investimenti e può essere fissa, può consistere in una percentuale del patrimonio o può trattarsi di una parcella oraria. Tale modello di remunerazione è comunemente chiamato "*fee-only*".

I consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria devono osservare delle norme di comportamento ai fini dell'efficacia del servizio di consulenza e della tutela dei clienti: svolgono la loro attività in modo onesto, equo e professionale; forniscono informazioni corrette, chiare e non fuorvianti ai clienti o potenziali clienti, relative agli strumenti finanziari e alle strategie di investimento proposte, al costo della consulenza e agli oneri connessi; acquisiscono informazioni dai clienti ed effettuano la valutazione

---

<sup>27</sup> Decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, regolamento che disciplina i requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali dei consulenti finanziari autonomi e i requisiti patrimoniali e di indipendenza delle società di consulenza finanziaria.

<sup>28</sup> Articolo 5 D.M. n. 206 del 2008.

<sup>29</sup> <https://www.consultique.com/it/blog/societa-consulenza-finanziaria/>

dell'adeguatezza sulla base di un'ampia gamma di strumenti finanziari presenti sul mercato<sup>30</sup>.

### **1.2.3. L'indipendenza**

L'introduzione del concetto di indipendenza è probabilmente la novità più rilevante della direttiva MiFID II in tema di consulenza. Di conseguenza, dal 2018, si presentano sul mercato europeo consulenti finanziari che operano su base indipendente e consulenti che invece operano in regime di non indipendenza. Ci sono inoltre consulenti "ibridi", o meglio intermediari, che nel loro esercizio si avvalgono di consulenti, che sono organizzati per prestare l'attività di consulenza sia su base indipendente sia su base non indipendente<sup>31</sup>. Questi ultimi devono rispettare obblighi informativi e requisiti di organizzazione più specifici e stringenti al fine di non creare confusione al cliente per quanto riguarda la modalità in cui il servizio di consulenza è offerto. La normativa impone anche il divieto da parte di uno stesso consulente persona fisica di fornire consulenza sia su base indipendente che su base non indipendente<sup>32</sup>. In ogni caso, in qualunque modo la consulenza in materia di investimenti venga fornita, i consulenti finanziari devono rispettare le norme in materia di trasparenza e correttezza, agire in modo onesto, equo e professionale, in vista della finalità ultima che è sempre la tutela dell'investitore.

Occorre fare una precisazione, onde evitare fraintendimenti a livello di terminologia. Il concetto di indipendenza di giudizio non equivale al concetto di prestare consulenza su base indipendente. L'indipendenza è un requisito obbligatorio per legge per i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria, ma non per i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede che operano per conto di banche o intermediari; con essa si vuole intendere il fatto di non avere rapporti di varia natura o stretti legami con emittenti e intermediari nell'esercizio della consulenza. Invece, l'intermediario che presta la consulenza su base indipendente considera un'ampia varietà di strumenti finanziari disponibili sul mercato, i quali "non devono essere limitati agli strumenti finanziari emessi o forniti i) dall'impresa di investimento stessa o da entità che hanno con

---

<sup>30</sup> Si veda il Regolamento Intermediari del 2018 al libro XI, titolo V.

<sup>31</sup> Di Ciommo F., *La consulenza finanziaria alla luce della MiFID2: profili giuridici*, Rivista trimestrale di diritto dell'economia, pp.39-68, 2017.

<sup>32</sup> Si veda l'articolo 53 del Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione europea del 25 aprile 2016.

essa stretti legami o ii) da altre entità che hanno con l'impresa di investimento stretti legami o rapporti legali o economici – come un rapporto contrattuale – tali da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata”<sup>33</sup>. Pertanto, il fatto di operare su base indipendente non è un requisito, bensì una facoltà dell'intermediario e dei consulenti di cui si avvale, e non ha a che fare con l'essere indipendenti da determinati soggetti.

Non bisogna pensare che l'assenza del requisito di indipendenza comprometta la protezione degli investitori; il che, indirettamente, non vuole svalutare la consulenza fornita dai soggetti a cui non è richiesto il rispetto di tale requisito. La tutela degli investitori, principale obiettivo che il consulente deve perseguire ai sensi della MiFID II, è comunque garantita, *in primis* attraverso le informazioni che il consulente deve fornire al cliente, relative al tipo di consulenza fornita, ai prodotti finanziari consigliati, ai costi, ai conflitti di interesse che possono incidere negativamente sui clienti, e poi mediante la valutazione dell'adeguatezza. Il limite che, tuttavia, può presentare la verifica dell'adeguatezza, quando è effettuata da un consulente non indipendente (in questo caso il consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede), è di non raccomandare al cliente il prodotto migliore per lui. Infatti, analizzando una cerchia di prodotti finanziari ristretta rispetto a quelli disponibili sul mercato, in esso si troveranno sempre analoghi prodotti che presentano rendimenti più elevati o costi inferiori. Quindi, “tanto più ristretto è il novero degli strumenti finanziari oggetto di consulenza, tanto è maggiore il rischio, a parità di altri fattori, che il cliente riceva consigli di investimento adeguati, ma non ottimali”<sup>34</sup>. Sta poi nell'investitore la scelta del tipo di consulenza di cui avvalersi, sulla base dei suoi obiettivi e delle sue necessità. Ovviamente, ancor prima dell'indipendenza e della valutazione di adeguatezza, l'onestà, la correttezza e la trasparenza del consulente finanziario garantiscono la tutela del cliente e la possibilità di instaurare una relazione che vada oltre il mero perseguimento di un guadagno dagli investimenti effettuati.

---

<sup>33</sup> Articolo 24, comma 7, lettera a), MiFID II.

<sup>34</sup> Di Mascio A., *La consulenza finanziaria: regolamentazione, modelli di servizio e pianificazione finanziaria*, EGEA, Milano, 2011, p.28.

### 1.3. L'attività del consulente finanziario

La consulenza in materia di investimenti è un servizio che non si limita alla capacità del consulente finanziario di conoscere il mercato e di effettuare investimenti. La diversità e la complessità dei bisogni e delle esigenze dei clienti sono tali per cui la prova valutativa che il consulente deve superare per l'iscrizione all'albo e l'esercizio della consulenza verta su differenti materie: oltre al diritto del mercato finanziario e alla matematica finanziaria, nozioni di diritto privato e diritto commerciale, di diritto tributario e di diritto previdenziale ed assicurativo non devono essere estranee al consulente. Maggiori sono le conoscenze e le competenze del consulente, più efficiente risulterà il servizio prestato.

L'efficienza del servizio di consulenza è sicuramente misurata in termini di rendimenti.

Non si può negare che il motivo per cui un investitore decide di avvalersi di un consulente finanziario è la possibilità di ottenere dei rendimenti positivi che gli permettano di raggiungere determinati obiettivi futuri, quali possono essere l'acquisto di un immobile, il risparmio al fine di garantire lo studio ai propri figli oppure il disporre di somme di denaro al termine della vita lavorativa. Di conseguenza, tra i servizi che il consulente finanziario deve essere in grado di offrire rientrano:

- senza dubbio gli investimenti in determinati prodotti finanziari, tenendo conto del profilo di rischio dell'investitore;
- il risparmio, cioè la capacità di accantonare e gestire somme di denaro destinate a impegni futuri;
- il credito, nell'azione di assistere il cliente nella concessione di mutui o finanziamenti necessari al perseguimento degli obiettivi pianificati;
- la previdenza, cioè fornire consulenza al cliente in materia di azioni e investimenti da intraprendere al fine di integrare la pensione futura;
- il comparto assicurativo, analizzando i rischi che il cliente può correre e stipulando contratti di assicurazione per non compromettere gli obiettivi futuri.

Accanto a questi servizi prettamente finanziari, il consulente (questo accade in genere per i consulenti finanziari indipendenti) può fornire raccomandazioni personalizzate relative a servizi non finanziari. Tra i vari si menzionano i seguenti:

- consulenza in ambito legale e fiscale, relativa per esempio a questioni successorie nel patrimonio familiare del cliente;

- consulenza immobiliare, che può riguardare l'acquisizione di immobili, aree commerciali, tenute agricole, destinate ad uso diretto o meno del cliente;
- consulenza artistica, relativa a investimenti in opere d'arte e in antiquariato.

L'accesso alla consulenza relativa a servizi non finanziari non è un'esigenza primaria degli investitori, quanto piuttosto, si pensi agli investimenti in opere d'arte, un bisogno di stima e di prestigio, facendo riferimento alla piramide dei bisogni di Maslow<sup>35</sup>. Pertanto, si tratta solitamente di un servizio di cui beneficiano i clienti più abbienti, dotati di un patrimonio finanziario consistente, i cosiddetti clienti *private*. Le banche spesso dedicano loro un'apposita area d'affari, chiamata *private banking*, che si distingue per l'offerta di servizi finanziari, e non, personalizzati e di alta qualità a questa tipologia di clientela, avvalendosi di competenti consulenti finanziari.

L'offerta di servizi non finanziari si basa necessariamente su un solido e trasparente rapporto tra il consulente e il cliente. Il consulente deve conoscere bene l'investitore a cui fornisce raccomandazioni personalizzate. L'analisi del cliente, intesa come comprensione della sua situazione finanziaria, determinazione del profilo di rischio e conoscenza delle sue esperienze e dei suoi obiettivi di investimento, è fondamentale per poter fornire consigli a lui più adeguati, ancor più se si tratta di un cliente abbiente ed esigente. Tuttavia, il consulente quasi sicuramente non possiede elevate competenze in materia di questi servizi (è pressoché improbabile che un consulente finanziario sia esperto di opere d'arte o di vendita immobiliare), pertanto egli deve ricorrere all'ausilio di esperti del settore che sappiano agevolare il cliente nelle azioni da compiere.

### **1.3.1. La diversificazione**

La capacità e la possibilità del consulente di fornire diversi strumenti finanziari e di inserire nella propria offerta anche servizi non finanziari consente al portafoglio dell'investitore di essere adeguatamente diversificato. La diversificazione è la combinazione di diversi asset finanziari che permette di minimizzare il rischio di portafoglio dato un certo rendimento atteso, ovvero, viceversa, quella combinazione che permette di ottenere il rendimento atteso più alto dato il livello di rischio del portafoglio. I rischi che si vuole monitorare applicando la strategia di diversificazione del portafoglio

---

<sup>35</sup> La piramide dei bisogni di Maslow è una scala dei bisogni umani, ideata dallo psicologo Abraham Maslow nel 1954, disposti gerarchicamente. Si parte dalla base con i bisogni più elementari, necessari per la sopravvivenza, e si prosegue fino al vertice dove si trovano i bisogni più immateriali, di realizzazione.

sono in particolare due: il rischio di concentrazione, cioè il rischio che l'investitore concentri i suoi investimenti in un unico strumento finanziario (ad esempio solo azioni od obbligazioni), in un unico settore (per esempio il settore tecnologico oppure l'industria tessile) o in una ristretta area geografica; il rischio di contagio, cioè il rischio di una crisi generalizzata di un intero settore o di un'intera area geografica. In quest'ultimo caso, una adeguata diversificazione degli investimenti consentirebbe al portafoglio di non risentire dell'andamento negativo di quel settore o di quell'area geografica.

Una ottimale strategia di diversificazione, in un contesto economico come quello attuale in cui il mercato è altamente volatile, è importante per minimizzare l'incidenza di eventuali perdite sul rendimento complessivo degli investimenti del cliente. Ciò dimostra anche la convenienza di avvalersi di un servizio di consulenza finanziaria. Il singolo cliente non è capace di implementare in maniera autonoma una strategia di diversificazione alla pari di un consulente finanziario, che possiede competenza professionale e conoscenza della complessità dei mercati. Infatti, "i portafogli dei risparmiatori non assistiti da un adeguato servizio di consulenza tendono a mostrare un basso grado di diversificazione del portafoglio (concentrazione su asset class, scarsa diversificazione internazionale, limitato numero di strumenti finanziari)"<sup>36</sup>.

La diversificazione del portafoglio di un cliente si sviluppa sulla base di differenti variabili. Si può quindi avere:

- diversificazione geografica, che consiste nell'internazionalizzazione degli investimenti, suddivisi in aree geografiche differenti;
- diversificazione settoriale, cercando di non focalizzare gli investimenti in un unico settore;
- diversificazione temporale, in base all'orizzonte temporale di investimento, che può essere a breve, a medio o a lungo periodo;
- diversificazione per tipologia di asset, includendo diverse categorie di strumenti (azioni, obbligazioni, prodotti assicurativi, fondi).

Inoltre, strettamente legato al concetto di diversificazione è quello di correlazione, intesa come l'intensità della relazione tra due variabili<sup>37</sup>. Minore è la correlazione tra le variabili,

---

<sup>36</sup> Scolari M., *Il valore della consulenza finanziaria*, ASCOSIM, 2015.

<sup>37</sup> Se le due variabili si muovono nella stessa direzione, per esempio entrambe crescono a parità di altre condizioni, si ha correlazione positiva (pari a 1). Se si muovono in direzioni opposte, una cresce mentre

maggiore è la diversificazione. Di conseguenza, un portafoglio costituito da due asset tra loro poco, o inversamente, correlati presenta un basso rischio complessivo, dal momento che il cattivo andamento di un asset sarà compensato da un trend positivo, o quantomeno non negativo, dell'altro asset, riducendo così le possibili perdite.

Il consulente finanziario in grado di realizzare un'efficace strategia di diversificazione garantisce il buon andamento degli investimenti del cliente, facilitando l'ottenimento di rendimenti più elevati e in tal modo il raggiungimento degli obiettivi prefissati. Ancora prima però, la diversificazione del portafoglio è garanzia di tutela del cliente e del suo patrimonio.

### **1.3.2. Il conflitto di interessi**

È naturale presupporre e prendere per assodato che il consulente agisca sempre per promuovere l'interesse del cliente. Tuttavia, può accadere che questo non avvenga e che il rapporto tra consulente e cliente non sia corretto e trasparente come dovrebbe essere. Quello che può incrinare tale rapporto è la presenza delle cosiddette asimmetrie informative tra il consulente e il cliente, cioè la disparità delle conoscenze e delle informazioni di cui le due parti sono in possesso. Nel caso della consulenza in materia di investimenti, il consulente finanziario possiede conoscenze maggiori del cliente in materia di investimenti e di mercati finanziari e ha a disposizione maggiori informazioni riguardo queste tematiche, che è capace di estrapolare e di comprendere date le sue competenze. L'asimmetria informativa si fa ancora più forte se il cliente ha una bassa conoscenza in ambito finanziario e ha poca esperienza negli investimenti, il che si traduce nell'incomprensione degli strumenti finanziari raccomandati dal consulente e nell'incapacità di informarsi e leggere l'andamento dei mercati. Pertanto si può arrivare a situazioni di opportunismo a scapito della controparte più debole, cioè il cliente, che possono generare conseguenze problematiche: si può presentare il problema della cosiddetta selezione avversa, situazione in cui, al momento della conclusione del contratto di consulenza, il consulente fornisce al cliente solo alcune informazioni che gli fanno più comodo, inducendolo a prendere decisioni inefficienti; oppure il problema del *moral hazard* (azzardo morale), in cui, dopo la conclusione del contratto, il consulente persegue

---

l'altra diminuisce, la correlazione è negativa (uguale a -1). La correlazione è nulla, pari a zero, se non c'è relazione tra le due variabili.

propri interessi non rispettando quanto stabilito nel contratto e senza preoccuparsi delle conseguenze che il cliente potrebbe subire. Per esempio, una tale situazione di conflitto di interessi si può manifestare quando la remunerazione del consulente dipende dalla decisione del cliente di acquistare o vendere certi prodotti finanziari<sup>38</sup>. Il consulente allora potrebbe consigliare al cliente l'acquisto o la vendita di determinati prodotti, sebbene tale azione non sia per lui adeguata e causandogli potenziali rischi eccessivi, interessandosi invece solamente di trarre un profitto personale. Il cosiddetto conflitto di interessi tra il consulente e il cliente è tale per cui il consulente finanziario è spinto a consigliare prodotti finanziari che garantiscono a lui o all'istituzione finanziaria per conto della quale agisce un maggiore guadagno, trascurando invece tutti gli altri prodotti che potrebbero essere più coerenti con il profilo dell'investitore. In aggiunta, il consulente finanziario remunerato con provvigioni che dipendono dalla massa investita (il consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede oppure il consulente bancario) potrebbe essere incentivato a consigliare delle operazioni, che magari invece per il cliente non sono convenienti e coerenti con i suoi obiettivi, al fine di persuaderlo ad investire più denaro. Ancora, l'elevata complessità e la delicatezza del servizio di consulenza finanziaria rendono tanto più marcata l'asimmetria informativa tra consulente e cliente; infatti, "ogni volta che un risparmiatore compra un prodotto del risparmio gestito effettua le stesse operazioni di quando acquista un capo di abbigliamento, con la differenza che quest'ultimo è un bene tangibile ed è più semplice verificarne le caratteristiche"<sup>39</sup>. Anche il conseguente sorgere di conflitti di interessi può causare effetti maggiormente negativi dato che in gioco c'è il denaro delle persone. Per questo, il legislatore italiano ha disposto – all'articolo 21, comma 1-*bis*, TUF – che gli intermediari e le banche che si avvalgono di consulenti finanziari devono cercare di prevenire e gestire i conflitti di interesse che potrebbero insorgere nella prestazione dei servizi di investimento o dei servizi accessori, ed evitare che possano compromettere gli interessi dei clienti.

Il Regolamento Intermediari del 2018 delinea in modo più approfondito la disciplina sui conflitti di interesse. In particolare, l'articolo 177 del Regolamento disciplina come devono comportarsi i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria

---

<sup>38</sup> Collins J.M., *A Review of Financial Advice Models and the Take-Up of Financial Advice*, Center for Financial Security WP, 2010.

<sup>39</sup> Armellini C., Mainò L., Romano G., *La guida del Sole 24 Ore alla consulenza finanziaria indipendente: come opera il consulente fee-only: metodologia operativa, strumenti e servizi*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2008, p.151.

per identificare, prevenire e gestire i conflitti di interesse con i clienti. Ciò significa che anche nella consulenza finanziaria indipendente possono manifestarsi situazioni di conflitto di interessi. Quest'ultimo può nascere sempre dalla asimmetria informativa tra consulente e cliente e dalla tipologia di remunerazione, seppure il consulente finanziario indipendente sia remunerato esclusivamente dal cliente e non da un soggetto terzo sulla base di commissioni legate alla quantità di operazioni effettuate. Per esempio, se il consulente è remunerato con una parcella che dipende dalla percentuale di patrimonio del cliente gestito, il consulente potrebbe essere incentivato a raccomandare al cliente l'investimento in strumenti finanziari con maggiori prospettive di rendimento (azioni) con lo scopo di accrescere la propria base remunerativa, a discapito delle esigenze e degli obiettivi del cliente e del suo profilo di rischio. Oppure, se il consulente è remunerato attraverso una parcella oraria, il consulente potrebbe trarre un vantaggio economico dedicando al servizio di consulenza più tempo di quello che sarebbe sufficiente. Il conflitto di interessi può manifestarsi anche nel caso in cui il consulente è remunerato mediante una parcella fissa, dal momento che egli potrebbe svolgere il servizio con meno accuratezza e più superficialità<sup>40</sup>.

La normativa in materia di conflitti di interessi mira alla protezione degli investitori e ad evitare che possano essere manipolati da soggetti con maggiori conoscenze e competenze in ambito finanziario. Un altro aiuto in favore degli investitori, nel tentativo di ridurre l'asimmetria informativa e prevenire i conflitti di interessi, viene dalla possibilità per gli investitori di affrontare le questioni legate al servizio di consulenza e agli investimenti finanziari con più consapevolezza e dimestichezza, ottenute attraverso percorsi di istruzione e formazione finalizzati a meglio comprendere le dinamiche finanziarie.

#### **1.4. Il ruolo dell'educazione finanziaria**

La sempre maggiore disponibilità e accessibilità delle informazioni, in particolar modo attraverso internet e i social network, permette ai risparmiatori e agli investitori di essere più informati in materia finanziaria e consapevoli delle loro scelte. Allo stesso tempo, il periodo storico che stiamo vivendo, caratterizzato in una sola parola da incertezza,

---

<sup>40</sup> <https://consulenza-finanziaria.it/il-conflitto-di-interesse-nella-consulenza-finanziaria-indipendente/>

responsabilizza ciascun individuo nel compimento di scelte di qualsiasi tipo, soprattutto quelle in ambito finanziario. Così, l'esigenza di una maggiore educazione finanziaria degli individui è cresciuta di pari passo con lo sviluppo dei mercati finanziari, i cambiamenti demografici, economici e politici, l'aumento del numero e della complessità dei prodotti finanziari, le modifiche nei sistemi pensionistici<sup>41</sup>.

L'educazione finanziaria può essere definita come il processo attraverso il quale i consumatori/investitori finanziari migliorano la propria comprensione riguardo a prodotti, concetti e rischi in campo finanziario e, attraverso l'informazione, l'istruzione e una consulenza oggettiva, sviluppano le capacità e la fiducia necessarie per diventare maggiormente consapevoli dei rischi e delle opportunità finanziarie, per effettuare scelte informate, comprendere a chi chiedere un aiuto e mettere in atto altre azioni efficaci per migliorare il loro benessere finanziario<sup>42</sup>. Di conseguenza il processo di educazione finanziaria non è limitato a fornire agli investitori solamente nozioni e conoscenze teoriche relative ai mercati e ai prodotti finanziari, ma consiste anche nell'istruirlo riguardo a quali sono le azioni da compiere e i comportamenti da adottare per costruire un adeguato portafoglio di titoli e per monitorarlo con la giusta frequenza. Per esempio, uno dei principi più importanti su cui si deve basare l'educazione finanziaria è la diversificazione del portafoglio. Il possesso da parte degli investitori di informazioni, conoscenze e maggiori abilità nell'affrontare tematiche finanziarie consente quindi di ridurre le asimmetrie informative con i soggetti abilitati a prestare i servizi di investimento, prevenendo conflitti di interesse, e di incentivare la loro partecipazione ai mercati finanziari e il loro utilizzo consapevole dei servizi di investimento.

La rilevanza attuale dell'educazione finanziaria è tale per cui questo processo deve iniziare già a scuola, o quantomeno il prima possibile. Iniziative di educazione finanziaria devono essere incoraggiate e promosse dallo Stato, dalle autorità e dalle istituzioni finanziarie, dalle scuole, dai consulenti finanziari stessi, per rendere consapevole la popolazione della necessità di comprendere le dinamiche legate al mondo finanziario e soprattutto le modalità per proteggersi dai rischi finanziari (rischio di credito, di mercato e di liquidità). Queste iniziative possono concretizzarsi in siti web appositi che forniscono informazioni finanziarie al pubblico, oppure in incontri (in presenza o *online*) con esperti

---

<sup>41</sup> Scolari M., *Il valore della consulenza finanziaria*, ASCOSIM, 2015.

<sup>42</sup> OCSE, *Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness*, 2005.

del settore. L'educazione finanziaria, inoltre, è da intendersi come un processo continuo, costantemente in evoluzione: una molteplicità di eventi, anche di carattere non economico, si pensi alla pandemia da Covid-19, impattano sui mercati e ne richiedono una revisione dal momento che le esigenze e le preferenze degli individui possono mutare; nuove tipologie di rischio possono influenzare gli investimenti; nascono nuovi e sempre più articolati prodotti finanziari, e così via. Pertanto, così come è richiesto a tutti gli operatori finanziari un aggiornamento costante per svolgere la loro professione, anche gli individui, per stare al passo con l'evoluzione della finanza, devono periodicamente rinnovare la loro cultura finanziaria. È interesse degli individui acquisire queste conoscenze finanziarie di base, in particolare maturata un'età tale per cui si rende necessario capire come gestire i propri risparmi. Certo, esistono proprio per questo i consulenti finanziari, ma questo esime gli individui dal possedere un minimo livello di cultura finanziaria?

#### **1.4.1. Consulenza finanziaria: complemento o sostituto dell'educazione finanziaria?**

Un investitore finanziariamente alfabetizzato, che presenta buoni livelli di conoscenza e competenza in materia di investimenti e prodotti finanziari, dovrebbe non avere difficoltà ad accedere ai mercati finanziari e quindi non dovrebbe avere bisogno dell'aiuto di un consulente finanziario. La letteratura di ricerca che approfondisce la relazione tra l'educazione finanziaria degli investitori e la domanda di una consulenza finanziaria personalizzata e professionale è abbastanza recente e relativamente scarsa. In particolare gli studiosi di questa relazione si dividono nel sostenere due posizioni differenti: alcuni mostrano evidenze sperimentali che la consulenza finanziaria funge da sostituto per l'educazione finanziaria, mentre altri studiosi, in maggioranza, forniscono evidenza empirica che la consulenza finanziaria è un complemento dell'educazione finanziaria. I sostenitori di quest'ultima posizione dimostrano che gli individui con un livello maggiore di educazione finanziaria sono più propensi a cercare una consulenza finanziaria rispetto a coloro che hanno un più basso livello di educazione finanziaria<sup>43</sup>.

---

<sup>43</sup> Calcagno R., Monticone C., *Financial literacy and the demand for financial advice*, Journal of Banking & Finance 50, pp. 363-380, 2015.

I ricercatori Calcagno e Monticone propongono un modello teorico in cui sostengono che i consulenti finanziari forniscono le informazioni di cui dispongono solamente agli investitori più esperti ed alfabetizzati e non invece agli investitori meno acculturati in materia finanziaria, secondo un meccanismo che in sociologia viene definito effetto San Matteo: secondo questo effetto i consulenti finanziari ripartiscono le informazioni che possiedono tra gli investitori in proporzione a quanto hanno già, cioè al loro grado di educazione finanziaria. Pertanto, secondo il loro modello, gli investitori razionali richiedono una consulenza finanziaria professionale solo se sono sufficientemente informati in materia finanziaria; al contrario, gli investitori con una minore educazione finanziaria delegano le scelte di portafoglio ad un consulente oppure costruiscono il loro portafoglio in via autonoma, spesso cercando il rischio con la presunzione di saperlo gestire e di saper investire da soli. La ricerca empirica si basa sull'analisi di una serie di domande poste ad un campione di investitori riguardanti tematiche differenti, quali il bisogno di una consulenza professionale, l'educazione finanziaria, l'esperienza negli investimenti, la fiducia nel proprio consulente finanziario e altre. I risultati empirici ottenuti dai due ricercatori confermano quanto da loro teorizzato nel modello iniziale. Infatti<sup>44</sup>:

- gli investitori con un maggiore livello di educazione finanziaria e una maggior ricchezza partecipano più attivamente al mercato azionario, investendo quindi in attività rischiose;
- gli investitori con un maggiore livello di educazione finanziaria utilizzano con più propensione il servizio di consulenza finanziaria rispetto a coloro con una bassa cultura finanziaria;
- gli investitori con un maggiore livello di educazione finanziaria tendono a non delegare le loro scelte di portafoglio. Il livello di educazione finanziaria invece non risulta influire sulla probabilità che l'investitore costruisca il proprio portafoglio autonomamente;
- gli investitori più benestanti sono meno propensi ad investire in maniera autonoma rispetto a quelli meno ricchi, ma sono più propensi a delegare le scelte

---

<sup>44</sup> Calcagno R., Monticone C., *Financial literacy and the demand for financial advice*, Journal of Banking & Finance 50, pp. 363-380, 2015.

di investimento. La ricchezza non sembra invece influire sulla probabilità di rivolgersi ad un consulente finanziario.

La consulenza finanziaria, inoltre, è un complemento dell'educazione finanziaria per due motivi. Innanzitutto, Calcagno e Monticone affermano che un basso livello di cultura finanziaria può essere compensato dalla consulenza, la quale agisce come sostituta dell'educazione finanziaria, risparmiando l'impegno degli individui ad acquisire conoscenze ed esperienze in materia. Ciò può tuttavia favorire il conflitto di interesse del consulente finanziario, il quale potrebbe danneggiare il portafoglio del cliente a sua insaputa, perseguendo un vantaggio personale. Quindi, la conoscenza e l'esperienza in materia finanziaria è interesse dell'individuo, che può comunque richiedere una consulenza professionale per altri motivi. In aggiunta, la consulenza finanziaria è un complemento dell'educazione finanziaria perché il cliente può imparare molte cose e acquisire importanti informazioni dal consulente. È molto probabile cioè che l'investitore che utilizza il servizio di consulenza impari molto di più che delegando le proprie scelte di investimento oppure agendo in maniera autonoma. Molti consulenti finanziari, per esempio, organizzano, al di fuori della loro quotidiana giornata lavorativa, incontri formativi con i propri clienti al fine di sensibilizzarli su alcuni temi attuali e caldi del mondo finanziario o comunque per fornirgli conoscenze di base in materia di investimenti e partecipazione ai mercati finanziari. Si tratta in questo caso non di una consulenza finanziaria personalizzata, bensì di una consulenza generica in cui il consulente si rivolge ad un pubblico più ampio e può fornire informazioni sulle caratteristiche dei prodotti finanziari o indicazioni per una efficace pianificazione finanziaria. Questi momenti organizzati dal consulente servono ai clienti per approfondire e migliorare la loro cultura finanziaria e corroborano l'ipotesi per cui la consulenza finanziaria è un complemento dell'educazione finanziaria.

Anche il ricercatore statunitense Collins studia il rapporto tra l'educazione finanziaria degli investitori e la loro richiesta di una consulenza finanziaria personalizzata. Una sua ricerca empirica rileva che la consulenza finanziaria e l'educazione finanziaria stanno in un rapporto di complementarità e non di sostituzione. I risultati della ricerca mostrano che tanto maggiori sono il reddito, l'istruzione scolastica e l'educazione finanziaria di un investitore, tanto più aumenta il suo utilizzo della consulenza finanziaria. Di conseguenza, gli individui con una cultura finanziaria inferiore – che rappresentano coloro i quali avrebbero maggiormente bisogno di un servizio di consulenza in quanto, operando in

autonomia, hanno più probabilità di commettere errori – sono quelli che meno ricercano un consulente finanziario<sup>45</sup>. Il fatto che individui con un reddito più elevato usufruiscano in maggior misura della consulenza finanziaria può essere dovuto alla loro più rilevante disponibilità a sostenere i costi della consulenza. In ogni caso i risultati empirici mostrano come un improvviso calo del reddito è correlato ad una maggiore richiesta di una consulenza finanziaria, che non è solo relativa agli investimenti ma può essere anche assicurativa, fiscale, creditizia. Ciò significa che gli investitori ricorrono all'aiuto di un soggetto esperto e competente per affrontare shock economici o periodi difficili della loro vita.

Collins arriva quindi alla conclusione che gli individui con maggiori conoscenze e un più elevato livello di cultura finanziaria sono più propensi a richiedere una consulenza finanziaria, sia essa in materia di investimenti, assicurativa o fiscale. Questa relazione non vale invece per la consulenza creditizia o relativa al debito. Infatti, un altro studio dei ricercatori inglesi Disney, Gathergood e Weber rileva empiricamente che gli individui con una migliore educazione finanziaria tendono a non utilizzare il servizio di consulenza creditizia. Per la precisione essi mostrano che l'incremento di un'unità nell'educazione finanziaria di un individuo, che secondo la loro analisi vuol dire rispondere correttamente ad una domanda aggiuntiva riguardante l'educazione finanziaria (per esempio relativa alla comprensione dell'interesse semplice o dell'interesse composto), riduce la probabilità per l'individuo stesso di ricercare una consulenza creditizia di circa il 60%<sup>46</sup>. La consulenza creditizia si riferisce ad una forma di consulenza finanziaria in materia di crediti e debiti rivolta a quei soggetti che si trovano ad affrontare problemi di accesso a finanziamenti, problemi di sovraindebitamento oppure di rientro da un debito. I risultati empirici a cui giungono i tre ricercatori affermano che coloro che utilizzano il servizio di consulenza creditizia presentano in media un basso livello di educazione finanziaria e problemi nella gestione dei debiti e dei crediti. Il fatto che una maggiore cultura finanziaria riduca la richiesta di consulenza creditizia porta alla conclusione che quest'ultima può essere considerata sostituta dell'educazione finanziaria.

---

<sup>45</sup> Collins J.M., *Financial advice: A substitute for financial literacy?*, Financial Services Review 21, pp. 307-322, 2012.

<sup>46</sup> Disney R., Gathergood J., Weber J., *Credit Counseling: A Substitute for Consumer Financial Literacy?*, Institute for Fiscal Studies, Working Paper W14/32, 2014.

Riassumendo, la carenza di educazione finanziaria degli investitori non è sicuramente una barriera per richiedere una consulenza finanziaria, tuttavia rappresenta uno svantaggio e una debolezza per l'investitore stesso nel monitorare la relazione con il consulente e nel comprendere le raccomandazioni che gli vengono fornite. Se la consulenza in materia creditizia può ancora essere considerata sostituta dell'educazione finanziaria, ciò non si può dire per la consulenza finanziaria in materia di investimenti, la quale agisce come complemento dell'educazione finanziaria, anche perché il tema degli investimenti e dei mercati finanziari è ben più complesso e richiede maggiori attenzioni e abilità.

L'educazione finanziaria è un tema di strettissima attualità. Se la diffusione della consulenza finanziaria è un obiettivo sia politico sia sociale, l'incremento del livello generale di educazione finanziaria è il punto di partenza per poter raggiungere questo obiettivo. Campagne di educazione finanziaria devono essere promosse per tutta la popolazione e già a partire dalle scuole, al fine di superare quella sensazione di paura mista a sfiducia che generano i mercati e gli investimenti finanziari, soprattutto in un periodo come quello che stiamo attraversando, in cui crisi politiche, economiche e sociali impattano fortemente sui mercati finanziari.

In questo capitolo si sono approfonditi due ruoli chiave che svolge un consulente finanziario: il ruolo tecnico, che caratterizza l'essenza della sua professione, che consiste nell'investire i risparmi del cliente e ottenere dei rendimenti; il ruolo di educatore, in cui il consulente si adopera per fornire al proprio cliente delle basi di cultura finanziaria, al fine di permettere al cliente di meglio comprendere ciò che il consulente fa per lui. Esiste un terzo ruolo, che viene esaminato nel prossimo capitolo, quello di fiduciario, che all'apparenza sembra essere una funzione accessoria, ma che invece rappresenta il fulcro della relazione tra consulente e cliente.

## **CAPITOLO 2. Il ruolo di fiduciario**

Il consulente finanziario ha la capacità di gestire il portafoglio del cliente e di consigliare ed effettuare gli investimenti più coerenti con il suo profilo di rischio e rendimento e con i suoi obiettivi. Ma non è solo il rendimento la ragione per cui il cliente decide di avvalersi di un consulente finanziario, dal momento che quest'ultimo, oltre ad assolvere la funzione di educatore finanziario, si pone come una guida per l'investitore in tutto ciò che concerne l'approccio al mondo finanziario e la partecipazione ai mercati finanziari. Si instaura pertanto un rapporto tra il consulente e il suo cliente che va al di là degli elementi materiali e si arricchisce di aspetti relazionali volti a mettere il cliente a proprio agio ed a garantirne la sua tutela mentale. La letteratura di riferimento dimostra come alla base di questo rapporto tra il consulente e il cliente c'è una consistente dose di fiducia, intesa come un sentimento positivo e reciproco. Questa relazione fiduciaria vede la figura del consulente finanziario come una cosiddetta guida emotiva o, con ancora più enfasi, un dottore del denaro, che riceve la fiducia del cliente e provvede a ricambiarla salvaguardando il suo benessere emotivo.

In questo capitolo si mostra, con l'aiuto della letteratura di riferimento, come la scelta del consulente finanziario da parte dell'investitore si basi ben poco sui rendimenti che il consulente è capace di ottenere dagli investimenti bensì su aspetti relazionali ed emotivi che permettano di costruire un solido rapporto.

Il capitolo prosegue con l'inquadramento del concetto di fiducia e la sua importanza nelle relazioni interpersonali in ambito economico. Si descrivono due tra i metodi più comuni utilizzati per rilevare il livello di fiducia degli individui.

In seguito si analizza il ruolo di fiduciario del consulente finanziario e come si sviluppa il rapporto di fiducia tra consulente e cliente, il quale è essenziale in un servizio di consulenza in materia di investimenti nel provvedere al sostegno emotivo del cliente.

Il capitolo si chiude con una breve e non esaustiva analisi della sfiducia verso il sistema finanziario come effetto delle crisi economiche. L'attuale pandemia da Covid-19 ha impattato fortemente sui mercati finanziari e su tutti gli operatori, imponendo a questi ultimi di conformarsi ai continui sviluppi della tecnologia digitale. Si accenna a come, in questo contesto, cambia anche la consulenza finanziaria, sempre più caratterizzata dall'influenza del digitale.

## **2.1. Dai rendimenti agli elementi relazionali**

La materia degli investimenti finanziari e della partecipazione ai mercati finanziari assume sempre più importanza nella vita degli individui. Questi hanno incrementato negli anni recenti il loro interesse e la loro esposizione all'assunzione di rischi finanziari, in risposta soprattutto alla necessità di assicurarsi, al termine della vita lavorativa, un adeguato livello di tutela pensionistica (si tratta del tema della cosiddetta previdenza complementare, non oggetto di approfondimento in questa sede).

Il ruolo del consulente finanziario è quello di accompagnare e aiutare gli investitori nell'assunzione di questi rischi, perseguendo una corretta diversificazione e riducendo il loro impatto sul portafoglio degli investitori. L'efficace gestione degli investimenti degli individui che il consulente decide di affiancare porta all'ottenimento dei rendimenti sperati e al raggiungimento degli obiettivi pianificati. L'esperienza e le competenze del consulente in ambito finanziario dovrebbero incentivare gli individui con meno esperienze, in particolare quelli con un basso livello di educazione finanziaria, ad utilizzare il servizio di consulenza e dovrebbero garantire un incremento delle performance del loro portafoglio. Prima di decidere se affidarsi ad un consulente finanziario o meno, l'investitore vuole comprendere i vantaggi che portano all'utilizzo del servizio di consulenza e confrontare, attraverso i rendimenti passati, se è più performante un portafoglio gestito da un consulente finanziario oppure un portafoglio di un investitore che non ha richiesto l'ausilio di un consulente. Questo vale anche una volta che l'investitore si è convinto a rivolgersi ad un consulente finanziario ma non ha ancora scelto la persona da cui farsi assistere. I consulenti finanziari tra l'altro non rilasciano al pubblico informazioni riguardanti i rendimenti dei portafogli dei loro clienti, quindi il mezzo mediante il quale si viene a conoscenza delle performance storiche dei consulenti è il passaparola tra i clienti dei consulenti finanziari e i soggetti hanno intenzione di rivolgersi a loro. Sembra dunque che la discriminante nella scelta se avvalersi o meno del servizio di consulenza e nella scelta del migliore consulente finanziario sia la possibilità per gli investitori di veder rendere di più il proprio portafoglio.

Uno studio di Hackethal, Haliassos e Jappelli dimostra tuttavia come i portafogli gestiti da un consulente finanziario (in entrambi i casi in cui il consulente sia indipendente oppure legato ad un intermediario) offrono rendimenti inferiori rispetto a quelli gestiti dagli investitori autonomamente, senza avvalersi del servizio di consulenza. Questo è

principalmente dovuto al fatto che in media il costo della consulenza finanziaria (la parcella o le commissioni che il cliente deve pagare al consulente) eccede qualsiasi valore monetario che il consulente apporta mediante la gestione degli investimenti. Non vuol dire necessariamente che il consulente finanziario non sia in grado di prestare una efficace consulenza in materia di investimenti<sup>47</sup>. Tuttavia sembrerebbe un controsenso sostenere dei costi, per ricevere raccomandazioni personalizzate da un consulente, che siano maggiori dei rendimenti che si ottengono dall'aver seguito tali raccomandazioni. La domanda che sorge è dunque perché richiedere un servizio di consulenza se questo non garantisce il raggiungimento di determinati obiettivi di rendimento più di quanto un investitore è in grado di fare senza di esso in maniera autonoma.

Inoltre, Hackethal, Haliassos e Jappelli, analizzando i dati provenienti da una società di consulenza finanziaria tedesca e da una grande banca commerciale tedesca, considerano la tipologia di clientela che mediamente si rivolge alla società e alla banca richiedendo una consulenza in materia di investimenti. Nonostante si possa ritenere a priori che a necessitare del servizio di consulenza siano principalmente le persone più giovani, gli investitori con meno esperienza e conoscenza in ambito finanziario e quelli con meno disponibilità economica che vogliono incrementare il loro patrimonio, i tre ricercatori rilevano che ad avvalersi di un consulente finanziario sono prevalentemente gli investitori più ricchi, più anziani (mediamente sopra i 50 anni), con maggiori esperienze di investimento, gli investitori single e le donne (le quali non sono pervase da quel sentimento di *overconfidence* più comune invece tra gli uomini, che li porta a sovrastimare le loro competenze e le loro aspettative e quindi a non ritenere necessario il consiglio di un consulente finanziario)<sup>48</sup>. Questo significa che esiste qualche altra motivazione che spinge un investitore a ricercare un consulente finanziario, oltre al pretesto dei rendimenti. Sicuramente questi soggetti hanno maggiore disponibilità a sostenere i costi della consulenza e probabilmente meno interesse a spendere del tempo a gestire i loro investimenti. Ma per quale motivo un investitore con un elevato livello di educazione finanziaria e molta esperienza in materia di mercati e investimenti finanziari dovrebbe avere bisogno di un consulente finanziario?

---

<sup>47</sup> Hackethal A., Haliassos M., Jappelli T., *Financial advisors: A case of babysitters?*, Journal of Banking & Finance 36, pp.509-524, 2012.

<sup>48</sup> Hackethal A., Haliassos M., Jappelli T., *Financial advisors: A case of babysitters?*, Journal of Banking & Finance 36, pp.509-524, 2012.

Una ricerca degli economisti Fischer e Gerhardt, in cui la consulenza finanziaria viene presentata come un fattore correttivo del processo di investimento di un investitore individuale, misura l'impatto della consulenza finanziaria come la somma di due componenti distinte: una componente finanziaria e una componente non finanziaria<sup>49</sup>. La componente finanziaria comprende tutti i fattori che hanno a che fare con il portafoglio dell'investitore (diversificazione, rendimenti), è quindi una componente quantitativa e oggettiva. La componente non finanziaria, invece, si riferisce agli effetti qualitativi sull'investitore stesso. Questa componente comprende aspetti quali il sollievo cognitivo e il benessere emotivo dell'investitore, dal momento che, beneficiando del servizio di consulenza finanziaria, l'investitore non deve più preoccuparsi per risolvere problemi di natura finanziaria. Si tratta di una componente difficile da quantificare, in quanto psicologica e soggettiva. Inoltre, dato il supporto e il lavoro del consulente finanziario nel gestire e monitorare il portafoglio dell'investitore, è rilevante il risparmio di tempo di quest'ultimo, in quanto egli non necessita più di ricercare le migliori opportunità di investimento e di informarsi sull'andamento dei mercati.

Il consulente finanziario può godere di una serie di vantaggi nei confronti dei propri clienti che gli permettono di apportare dei benefici verso questi ultimi e di correggere e proteggere i propri clienti dagli errori che commettono nel processo di investimento. Allo stesso tempo questi vantaggi, che consistono in una consolidata formazione ed esperienza in materia finanziaria e nel vantaggio informativo derivante dall'aver a che fare quotidianamente con i mercati finanziari, potrebbero incentivare il consulente ad agire perseguendo un interesse personale a discapito di quello del cliente, con la conseguenza di causargli perdite e l'assunzione di rischi eccessivi. La finalità di tutelare l'investitore non sta dunque solamente nella prevenzione dei conflitti di interesse e nella gestione del suo portafoglio in modo tale da ottenere rendimenti positivi, ma anche nella capacità del consulente di aiutare il cliente a non commettere errori nel processo di investimento (succede spesso che per evitare questo il cliente delega totalmente al consulente le scelte di investimento) e di sostenerlo e guidarlo nella gestione delle anomalie comportamentali. Il consulente finanziario, data la sua esperienza, non è affetto da disturbi comportamentali quali impulsività, eccessivo ottimismo, ansia e paura, pertanto

---

<sup>49</sup> Fischer R. and Gerhardt R., *Investment Mistakes of Individual Investors and the Impact of Financial Advice*, 20th Australasian Finance & Banking Conference 2007 Paper.

il suo compito è anche quello di allontanare il cliente da comportamenti che possono rivelarsi lesivi per il suo portafoglio. È chiaro allora che il campo di azione del consulente finanziario non si limita agli aspetti materiali legati alle performance degli investimenti ma comprende anche aspetti relazionali che hanno a che vedere con l'emotività del cliente.

Il costo della consulenza, che ricade in capo al cliente sotto forma di parcella o commissioni, tende a coprire la performance positiva ottenuta dagli investimenti. Nonostante questo, diversi studi mostrano come molti investitori preferiscono avere un consulente finanziario. Il motivo sta nel fatto che il consulente è in grado di fornire benefici intangibili, che non si possono misurare. Per esempio egli può aiutare il cliente a gestire in modo più efficiente il suo tempo, a personalizzare il portafoglio in base alla sua tolleranza al rischio, oppure può mettere il cliente a suo agio nel prendere decisioni di investimento. La previsione di un vantaggio economico derivante dall'aver usufruito del servizio di consulenza finanziaria non può pertanto rappresentare un punto di forza del consulente finanziario. Un ruolo importante nel ricorrere al servizio di consulenza è giocato dalla capacità del consulente finanziario di fornire benefici non monetari<sup>50</sup>.

La forza della consulenza in materia di investimenti infatti non sta nella capacità del consulente di far rendere il denaro del cliente, o almeno questo non è l'obiettivo primario che il consulente deve perseguire, bensì nella capacità di porsi come guida emotiva del cliente, capace di aiutarlo nel processo di investimento e di generare in lui tranquillità e sicurezza. Per questo i ricercatori Gennaioli, Shleifer e Vishny considerano i consulenti finanziari dei "*money doctors*", letteralmente dottori del denaro. Quando presentano un problema di salute, le persone non hanno sufficienti conoscenze e abilità per scegliere in autonomia l'esatta cura per guarire, di conseguenza devono rivolgersi al proprio medico. Allo stesso modo, gli individui possono essere estranei alle tematiche legate al mondo finanziario e agli investimenti e quindi insicuri e timorosi di assumere rischi senza l'aiuto di un consulente finanziario. Questi individui, che non possiedono esperienze e conoscenze adeguate in materia di investimenti e che non hanno confidenza nel comprare asset rischiosi, tendono a lasciare i loro risparmi fermi in banca. Il consulente allora, il quale possiede le conoscenze su come diversificare un portafoglio e l'abilità di investire e

---

<sup>50</sup> Bergstresser D., Chalmers J. M. R., Tufano P., *Assessing the Costs and Benefits of Brokers in the Mutual Fund Industry*, The Review of Financial Studies, Volume 22, Issue 10, pp. 4129–4156, 2009.

ottenere guadagni, deve guidare l'investitore ad investire i propri risparmi e a tollerare maggiormente i rischi (per poter ambire a rendimenti più elevati); per fare questo egli deve basare il servizio di consulenza sull'affidabilità e provvedere alla pace mentale del cliente<sup>51</sup>. L'aspetto su cui si fonda la consulenza finanziaria è la costruzione di una relazione tra il consulente e il cliente. Il consulente deve saper porre le basi per stabilire un rapporto produttivo e continuativo con il cliente, in cui onestà, trasparenza, affidabilità ed empatia costituiscono gli elementi imprescindibili.

Nel processo di investimento la componente emotiva può incidere in modo significativo e negativo. La definizione di una strategia e la pianificazione di un orizzonte temporale a medio-lungo termine attraverso l'aiuto di un consulente finanziario permettono al cliente di superare l'ansia e le emozioni che avrebbe nell'investire autonomamente e di conseguenza di ridurre i potenziali rischi e le eventuali perdite che possono incidere sul portafoglio del cliente. Al netto della parcella o delle commissioni, in media il consulente finanziario non riesce a generare un guadagno nelle tasche dell'investitore. Questo vuol dire che il costo della consulenza è maggiore del rendimento del portafoglio dell'investitore. Nonostante ciò, la ragione per cui l'investitore sceglie ugualmente il supporto di un consulente finanziario è la stabilità emotiva che quest'ultimo è capace di fornire. L'investitore è quindi disposto a pagare per vedersi ridurre l'ansia e il nervosismo che lo influenzano nel processo di investimento.

Gli aspetti relazionali che caratterizzano il servizio di consulenza finanziaria qualificano il consulente finanziario come fiduciario, inteso come la persona di fiducia capace di ascoltare, educare e raccomandare il cliente e gestire le sue esigenze, i suoi problemi e le sue paure, assumendo in tal modo lo stesso ruolo che svolge il medico nei confronti del paziente.

## **2.2. La fiducia: cos'è e come si misura**

“La fiducia è l'istituzione invisibile che regge lo sviluppo economico”, sosteneva Kenneth Arrow, economista statunitense vincitore del Premio Nobel per l'economia nel 1972. Ciò significa che la fiducia è la condizione necessaria e sufficiente per il funzionamento del

---

<sup>51</sup> Gennaioli N., Shleifer A., Vishny R., *Money Doctors*, The Journal of Finance, Vol. LXX, pp.91-114, 2015.

mondo economico. La fiducia garantisce l'esistenza dei consumi, degli investimenti, dello sviluppo e dell'innovazione e il funzionamento del mercato.

L'essenzialità della fiducia è tale che ci si rende conto di essa solamente quando scarseggia, così come ci si rende conto dell'aria che si respira quando manca o è inquinata<sup>52</sup>. Essa è quindi indispensabile per qualsiasi azione da compiere o decisione che bisogna assumere in qualsiasi campo, sia esso politico, economico, sociale.

Ma che cos'è la fiducia? La fiducia è definita come "l'atteggiamento, verso altri o verso sé stessi, che risulta da una valutazione positiva di fatti, circostanze, relazioni, per cui si confida nelle altrui o proprie possibilità, e che generalmente produce un sentimento di sicurezza e tranquillità"<sup>53</sup>. Innanzitutto la fiducia è un sentimento, una sensazione umana, ed è quindi soggettiva, non si tratta invece di un'esperienza razionale. Si basa su una sensazione di sicurezza nel poter contare su un'altra persona o istituzione oppure su sé stessi. Inoltre la fiducia è un sentimento che si trasforma nel corso del tempo e in base alle diverse situazioni: si costruisce, si tradisce, si può perderla ma anche riconquistarla.

La letteratura di riferimento è molto ampia ed eterogenea, tanto che esistono molteplici definizioni di fiducia, talvolta diverse tra loro, che rispecchiano i diversi punti di vista e le diverse percezioni degli studiosi. Ad esempio, Diego Gambetta, scienziato sociale italiano, qualifica la fiducia come l'atteggiamento nei confronti di un'altra persona fondato sulla convinzione che questa persona non agirebbe in nessun modo contro di noi anche se ne avesse la possibilità e potesse ottenere un tornaconto personale<sup>54</sup>. La fiducia è particolarmente rilevante in condizioni di ignoranza o incertezza. Essa è relativa ai limiti della capacità delle persone di avere una conoscenza a tuttotondo degli altri, delle loro azioni, delle loro motivazioni e di come affrontano i cambiamenti. Quindi, secondo Gambetta, la fiducia rappresenta un tentativo e una ragionevole risposta alla mancanza di conoscenza e di informazioni. Guiso, Sapienza e Zingales invece definiscono la fiducia quale la probabilità soggettiva che gli individui attribuiscono alla possibilità di essere imbrogliati<sup>55</sup>. Essi ritengono che questa probabilità soggettiva dipenda in parte da

---

<sup>52</sup> Baier A., *Trust and Antitrust*, The University of Chicago Press Journals, Vol. 96, No. 2, pp. 231-260, 1986.

<sup>53</sup> <https://www.treccani.it/vocabolario/fiducia/>

<sup>54</sup> Gambetta D., *Can we trust trust*, *Trust: Making and Breaking Cooperative Relations*, chapter 13, pp. 213-237, 2000.

<sup>55</sup> Guiso L., Sapienza P. and Zingales L., *Trusting the Stock Market*, *The Journal of Finance*, Vol. LXIII, No. 6, pp. 2557-2600, 2008.

caratteristiche oggettive del sistema finanziario (quali la correttezza e la trasparenza delle informazioni che circolano, il rispetto delle norme comportamentali a tutela degli investitori, la funzionalità dei mercati finanziari) e in parte dai tratti soggettivi della persona che concede la fiducia (la cultura finanziaria ma anche per esempio la tradizione religiosa del paese di origine). Le divergenti definizioni di fiducia hanno generato una confusione concettuale, visto che volta per volta viene qualificata come un comportamento, un'attitudine, una aspettativa, una variabile interpersonale, una variabile relazionale e così via<sup>56</sup>. Alcuni ricercatori hanno studiato la fiducia senza fornirne una definizione specifica mentre altri hanno cercato di relazionare diverse definizioni insieme. Questa divergenza di definizioni stimola gli esperti del settore ad approfondire e a chiarire le basi teoriche per lo studio della fiducia.

La varietà di sfumature e prospettive che l'accezione di fiducia assume può essere suddivisa in differenti categorie di definizioni, secondo i ricercatori americani McKnight, Chervany e Cummings, anche sulla base della disciplina a cui fanno riferimento. Si hanno le cosiddette:

- fiducia impersonale, o fiducia nel sistema, si basa sull'efficacia delle strutture sociali nel ridurre l'incertezza e nel generare sicurezza per il futuro, non riguarda una persona nello specifico ma fa riferimento per esempio alla fiducia nelle istituzioni finanziarie;
- fiducia disposizionale, si ha quando una persona tende a fidarsi di un ampio ventaglio di situazioni e persone, per esempio se ritiene che di avere a che fare con persone affidabili oppure se, indipendentemente dalla persona, ritiene di ottenere un vantaggio fidandosi di lei;
- fiducia interpersonale, relativa ai comportamenti degli individui nelle relazioni con altri soggetti, definita come la volontà di una persona di dipendere, con una relativa sicurezza, da un'altra persona, sebbene ci sia il rischio di conseguenze negative. Questa interdipendenza è tale per cui una persona non può raggiungere i suoi obiettivi senza l'azione dell'altra persona da cui dipende. Invece, se una persona esercita un potere di controllo su un'altra persona, nel senso che la obbliga a determinate azioni oppure controlla gli eventi perseguendo un obiettivo

---

<sup>56</sup> McKnight D.H., Chervany N.L., Cummings L.L., *Trust formation in new organizational relationship*, University of Minnesota, 1996.

desiderato, allora non c'è fiducia. Per esempio, un supervisore che monitora un suo dipendente con una videocamera dipende da quest'ultima per assicurarsi il corretto svolgimento del lavoro, ma non direttamente dal dipendente. Ciò significa che non si fida del dipendente<sup>57</sup>.

La categoria che, secondo la suddetta classificazione, caratterizza la disciplina dell'economia e in particolare il tema trattato in questo elaborato, cioè la consulenza finanziaria, è quella che considera il carattere interpersonale della fiducia. In tal caso, la fiducia è contemplata come "un fenomeno che ha a che fare con la qualità delle relazioni interpersonali. Un atto di fiducia ha luogo tra due persone"<sup>58</sup>. Di conseguenza, la fiducia è misurata dalle caratteristiche e dall'intensità del rapporto tra due individui, quali possono essere il manager di un'azienda e un suo dipendente, oppure il consulente finanziario e un suo cliente.

Il buon funzionamento di una strategia, i frutti di un investimento oppure in generale i risultati di qualsiasi scelta non dipendono unicamente dalle performance economiche che generano e dalla soddisfazione, in termini economici, che portano agli individui, bensì si basano sempre più sull'andamento delle relazioni interpersonali e sullo sviluppo tra gli individui di comportamenti cooperativi.

Il concetto di fiducia in ambito economico ha suscitato l'interesse di molti ricercatori, economisti, sociologi e altre figure che, stante la diversità di *background* culturale ed esperienze, hanno affrontato il tema con approcci differenti. Tuttavia ci sono alcuni punti che accomunano le diverse definizioni e prospettive inerenti tale concetto. In primo luogo la fiducia dipende dall'esistenza del rischio: se gli esiti di una particolare azione fossero certi, non ci sarebbe bisogno della fiducia<sup>59</sup>, o meglio essa non avrebbe nessun effetto sull'azione. In secondo luogo, la fiducia dipende dall'interdipendenza tra due o più soggetti, cioè dalla loro relazione intesa come cooperazione o condivisione di valori e obiettivi. Se non dovesse sussistere questa connessione reciproca tra un individuo e l'altro, la fiducia non esisterebbe. La fiducia è inoltre associata alla vulnerabilità: una

---

<sup>57</sup> McKnight D.H., Chervany N.L., Cummings L.L., *Trust formation in new organizational relationship*, University of Minnesota, 1996.

<sup>58</sup> Pelligra V., *I paradossi della fiducia: scelte razionali e dinamiche interpersonali*, Il Mulino, Bologna, 2007, pag. 38.

<sup>59</sup> Ennew C., Sekhon H., *Measuring trust in financial services: the Trust Index*, Consumer Policy Review, Volume 17, Number 2, pp.62-68, 2007.

situazione di rischio e interdipendenza porta il soggetto ad accettare una condizione di vulnerabilità in vista di aspettative positive riguardanti i comportamenti di un altro soggetto.

### 2.2.1. Il *Trust Game*

Il problema che i ricercatori si pongono nello studio della fiducia è come misurarla, dal momento che si tratta di un sentimento umano, come tale soggettivo. Per rilevare il livello di fiducia nelle relazioni tra individui non esiste un'unità di misura oggettiva, bensì esistono diversi metodi che possono consistere in appositi modelli che studiano l'interazione tra individui oppure nella costruzione di specifici indicatori basati sulla somministrazione di sondaggi.

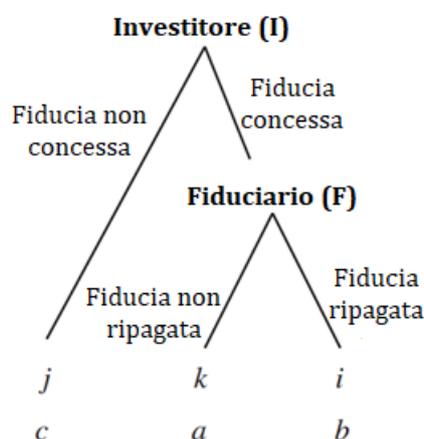
Il metodo più conosciuto è il cosiddetto Gioco della Fiducia (*Trust Game*<sup>60</sup>), che permette di ottenere un'approssimazione del livello di fiducia e di reciprocità tra due soggetti. Si tratta di un gioco in cui ci sono due partecipanti, un investitore e un fiduciario, che agiscono senza poter comunicare tra loro. Entrambi, all'inizio dell'esperimento, ricevono una somma di denaro, pari a  $j$  per l'investitore e  $c$  per il fiduciario (si veda la figura 2.1). L'investitore può decidere se tenersi il suo denaro, e così il gioco termina, con i *payoff* pari alle somme iniziali  $j$  e  $c$ , oppure se investire parte di esso nel fiduciario. Il fiduciario, a questo punto, riceve una somma pari al triplo di quella che l'investitore ha voluto investire. A sua volta, il fiduciario può scegliere se trasferire parte o tutto della somma ricevuta all'investitore oppure se tenere tutto per sé, tradendo la fiducia dell'investitore. Nel caso in cui l'investitore conceda fiducia al fiduciario e quest'ultimo ripaghi la fiducia concessa restituendo parte della somma investita, entrambi i partecipanti otterranno un *payoff* migliore, pari a  $i > j$  per l'investitore e  $b > c$  per il fiduciario. Qualora invece il fiduciario, ricevuta la somma dall'investitore, non ripaghi la fiducia concessa e non restituisca nulla all'investitore, l'investitore otterrebbe il peggior *payoff* del gioco, pari a  $k$ , dato dalla differenza tra la sua somma iniziale e quanto investito presso il fiduciario (in questo caso  $i > j > k$ ), mentre il fiduciario guadagnerebbe  $a$ , cioè il *payoff* per lui più alto rispetto alle altre combinazioni ( $a > b > c$ ).

---

<sup>60</sup> Il *Trust Game* o *Investment Game* è stato teorizzato nel 1995 dagli economisti americani Berg, Dickhaut e McCabe.

Una soluzione ottimale sarebbe quella in cui il fiduciario restituisce almeno un terzo della somma ricevuta dall'investitore, così che entrambi i partecipanti si trovino al termine del gioco con una somma maggiore rispetto alla loro dotazione iniziale. Questo però si scontra con la teoria del cosiddetto *"homo oeconomicus"*, la quale afferma che, in economia, l'essere umano è egoista, razionale e persegue la massimizzazione dell'utilità secondo il suo interesse personale. Secondo questa prospettiva, l'investitore non dovrebbe affidare il proprio denaro al fiduciario, consapevole che non riceverà nulla in cambio. Eppure, l'esperimento di Berg e colleghi rileva come più del 93% degli investitori colloca una somma positiva e il 60% dei fiduciari restituisce una quota superiore ad un terzo<sup>61</sup>. Attraverso il *Trust Game* è possibile quindi ottenere una misura della fiducia basata sulla quantità di patrimonio che un soggetto, l'investitore, affida ad un altro, il consulente finanziario, e sulla reciproca tendenza a ricambiare la fiducia concessa.

Figura 2.1 – Il Trust Game



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

### 2.2.2. Il Financial Trust Index

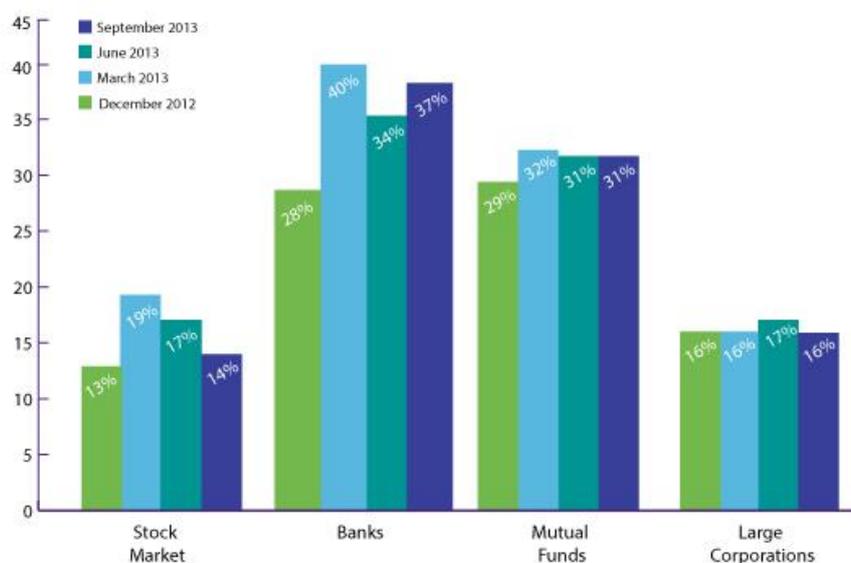
Uno invece degli indici più noti è il *Financial Trust Index* (FTI), il quale misura la fiducia degli investitori americani nelle istituzioni private in cui investono i loro risparmi, in particolare il mercato azionario, le banche, i fondi comuni e le grandi aziende. L'indice mira anche a valutare regolarmente come interventi politici e governativi ed avvenimenti

<sup>61</sup> Pelligra V., *I paradossi della fiducia: scelte razionali e dinamiche interpersonali*, Il Mulino, Bologna, 2007, pag. 96.

di attualità, che influiscono sulla sfera economica e sociale, possono condizionare il livello di fiducia degli investitori americani. L'indice si costruisce attribuendo un punteggio alle domande di un sondaggio sottoposto ad un campione di investitori, domande dirette che mirano ad estrapolare la confidenza che gli investitori ripongono nelle istituzioni. La figura 2.2 per esempio mostra i risultati di una ricerca condotta nel 2013 dagli economisti Sapienza e Zingales, in cui è rilevato trimestralmente il livello di fiducia riposto dagli individui nelle componenti del *Financial Trust Index* (mercato azionario, banche, fondi comuni, grandi imprese). Si nota come in generale gli investitori ripongono maggiore fiducia nelle banche e nei fondi comuni rispetto che al mercato azionario e alle grandi imprese. Gli ultimi risultati tratti da Sapienza e Zingales attraverso il *Financial Trust Index* risalgono a dicembre 2020 e mostrano una complessiva diminuzione della fiducia nelle istituzioni e l'incremento di una sensazione di avversione e rabbia nei confronti dell'economia statunitense, dovuta probabilmente agli effetti della pandemia.

Esistono molti altri indicatori che misurano il livello di fiducia degli individui in diversi ambiti. In Italia per esempio, l'Istat (Istituto Nazionale di Statistica) calcola mensilmente l'indice del clima di fiducia dei consumatori italiani, finalizzato a valutare il loro livello di ottimismo o pessimismo, attraverso un'indagine le cui domande vertono sulla situazione economica del paese, sulla situazione finanziaria personale dei consumatori e su tematiche di attualità.

Figura 2.2 – Fiducia nelle istituzioni private



Fonte: <http://www.financialtrustindex.org/resultswave20.htm>

### 2.3. Il rapporto di fiducia tra consulente e cliente

Nel servizio di consulenza in materia di investimenti il consulente finanziario svolge sostanzialmente tre ruoli: il primo, quello più ovvio e più pratico, consiste nel gestire e investire i risparmi del cliente ottenendo dei rendimenti positivi; il secondo è il ruolo di educatore finanziario, nel senso che, attraverso il servizio di consulenza, il consulente finanziario può completare e migliorare l'educazione finanziaria del cliente; il terzo ruolo è quello di fiduciario. In termini di benefici a favore del cliente, il primo ruolo apporta benefici monetari, cioè un incremento del valore del portafoglio del cliente; il ruolo di educatore finanziario non genera benefici monetari, ma porta invece ad un miglioramento delle conoscenze e delle competenze del cliente in materia finanziaria; ciò che è meno ovvio e meno scontato è il ruolo di fiduciario, ossia come si manifesta la fiducia e che tipo di vantaggi apporta al cliente.

In ambito economico, il rapporto in cui deve essere presente una dose consistente di fiducia è quello tra il consulente finanziario e l'individuo che mostra il bisogno di un servizio di consulenza in materia di investimenti. All'interno di questo rapporto, la fiducia non rappresenta un fattore concreto né oggettivo, bensì una variabile difficile da rilevare e mutevole sulla base delle caratteristiche del cliente. Il consulente finanziario svolge nei confronti del cliente la funzione di guida nel processo di investimento e fornisce le raccomandazioni a lui adeguate in relazione alle sue aspettative di rischio e di rendimento. Il cliente, scegliendo il consulente, ripone in esso fiducia e si aspetta che questa fiducia venga ricambiata. Il modo in cui la fiducia è ripagata si traduce in una efficace gestione del patrimonio del cliente da parte del consulente e nel raggiungimento degli obiettivi pianificati, ma ancor prima, come si è già detto, con la sicurezza e la tranquillità trasmessa al cliente, con la consapevolezza quest'ultimo di affidare i suoi risparmi alle "giuste mani". Uno studio a riguardo afferma che più della metà dei clienti di una banca ritengono che avere una relazione di fiducia con il proprio istituto finanziario sia più importante che ottenere una elevata remunerazione dagli investimenti. In altre parole, la fiducia è più importante del denaro<sup>62</sup>.

I risultati di una ricerca empirica condotta dai ricercatori Cruciani, Gardenal e Rigoni mediante la distribuzione di un questionario ad un campione di associati Anasf (Associazione rappresentativa dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede)

---

<sup>62</sup> Ferguson k., *Banking's best Kept Secret: Us*, ABA Banking Journal, p. 18, 2003.

mostrano che il rapporto di fiducia tra il cliente e il consulente finanziario è qualificato da due diverse dimensioni che si caratterizzano per differenti orizzonti temporali di riferimento, per differenti modalità in cui si sviluppa la relazione e per differenti conseguenze che genera, ma che non sono contrassegnate da esclusività, cioè possono essere entrambe contemporaneamente presenti<sup>63</sup>. La prima componente è quella più materiale, focalizzata sui risultati osservabili (rendimento degli investimenti) e sull'idea del cosiddetto scambio vantaggioso: vale a dire che il rapporto di fiducia si crea con la quota di patrimonio che il cliente decide di affidare al consulente e con il conseguente ritorno economico che la gestione di tale quota genera. L'ottenimento di risultati economici positivi per entrambe le parti garantisce il consolidamento della fiducia. L'altra componente, di natura più personale e attinente alla qualità umana, vede il rapporto di fiducia come una relazione sociale in cui il consulente deve dimostrare di essere degno della fiducia concessagli dal cliente sostenendolo emotivamente ed aiutandolo a superare lo stress e le paure generate dall'impatto con il mondo finanziario. Così facendo, il consulente alimenta la fiducia del cliente e si crea un processo circolare in cui la relazione fiduciaria tra le due parti viene costantemente consolidata.

La presenza di entrambe le componenti della fiducia, scambio vantaggioso e relazione sociale, rafforza il rapporto tra il consulente e il cliente e consente ad entrambe le parti di ottenere un beneficio dalla relazione, sia di natura economico sia a livello di soddisfazione personale. La fiducia come relazione sociale, come si è già accennato, rappresenta la componente più importante tra le due, ma anche quella più difficile da individuare, essendo immateriale e non oggettiva. Essa infatti non è misurabile in modo oggettivo, come lo sono invece i risultati economici derivanti dagli investimenti, poiché dipende dai sentimenti e dalle emozioni degli individui.

Le due componenti del rapporto di fiducia tra il cliente e il consulente possono coesistere nello stesso momento, ma possono variare di intensità a seconda della fase temporale in cui si trova il rapporto. A tal proposito lo stesso studio empirico dimostra come all'inizio della relazione tra il cliente e il consulente prevalga la dimensione di scambio vantaggioso, in cui il cliente è interessato ad ottenere un guadagno dagli investimenti gestiti per suo conto dal consulente, e quest'ultimo è a sua volta attento affinché si realizzino tali risultati

---

<sup>63</sup> Cruciani C., Gardenal G., Rigoni U., *Dinamiche di fiducia nella consulenza finanziaria: un'analisi empirica*, *Bancaria I*, pp.40-58, 2018.

positivi al fine di meritarsi la fiducia del cliente. Invece, una volta che il rapporto è divenuto stabile e duraturo, prevale la dimensione relazionale della fiducia, in cui il consulente si dimostra affidabile nel suo ruolo di filtro emotivo e nel mettere a proprio agio il cliente<sup>64</sup>. Infatti, secondo lo studio, nella prima fase del rapporto la fiducia concessa dal cliente è conseguenza del successo del consulente, espresso in termini di numero di clienti seguiti, del passaparola che conduce all'acquisizione di nuovi clienti e della capacità di offrire un portafoglio flessibile in base alle esigenze dei clienti. In seguito, a rapporto consolidato, perdono di importanza gli aspetti relativi alla performance per lasciare spazio ad elementi relazionali. Innanzitutto un aspetto che assume rilievo è la frequenza degli incontri con il cliente: maggiore è la frequenza degli incontri e più il consulente dimostra attenzione, interesse e professionalità nei confronti del cliente. Il consolidamento del rapporto mette inoltre in luce una serie di variabili relazionali che il consulente deve possedere per mantenere il livello di fiducia, tra le quali la coscienziosità, intesa come affidabilità, diligenza e organizzazione del consulente, la stabilità emotiva e l'amicizia, intesa come spirito di collaborazione, altruismo e cordialità. Infine, l'analisi empirica mostra che l'utilizzo da parte del consulente di uno strumento di comunicazione indiretta rappresenta un plus e un incremento di fiducia nei suoi confronti, poiché dimostra in questo modo competenza, professionalità e interesse a svolgere bene il proprio lavoro e a coinvolgere il cliente. Uno strumento di comunicazione indiretta può essere un sito internet personale, un blog oppure un social network quali Twitter o LinkedIn.

Sotto questo punto di vista quindi la fiducia si manifesta in due modi: come scambio vantaggioso che, secondo la logica del *Trust Game*, si forma con la percentuale di patrimonio che il cliente affida al consulente; e come relazione sociale, in cui la competenza e la professionalità del consulente sono messe in secondo piano per lasciare spazio ad un rapporto strettamente personale con il cliente.

### **2.3.1. Il dottore del denaro**

Il consulente finanziario, capace di mantenere e rafforzare il rapporto di fiducia con il cliente dal punto di vista sia di scambio vantaggioso sia di relazione sociale, dimostra di

---

<sup>64</sup> Cruciani C., Gardenal G., Rigoni U., *Dinamiche di fiducia nella consulenza finanziaria: un'analisi empirica*, *Bancaria I*, pp.40-58, 2018.

essere un professionista a tuttotondo che segue il cliente in tutti i suoi aspetti. Egli dunque, oltre a generare un vantaggio economico per il cliente, fornisce informazioni ed educazione finanziaria, gestisce gli errori e le incertezze dei clienti, fornisce supporto emotivo durante il percorso di investimento. Accanto alle conoscenze e competenze in materia di mercati finanziari, investimenti e gestione di portafogli, il consulente finanziario deve possedere delle competenze trasversali che non può studiare dai manuali e che gli permettono di consolidare la relazione con il cliente. Egli infatti deve mostrare intelligenza emotiva ed empatia, cioè avere la capacità di comprendere il cliente ed entrare in sintonia con lui; resistenza allo stress, cioè deve essere in grado di mantenere il controllo della relazione con il cliente, senza trasmettergli tensioni; capacità di adattamento alla volatilità dei mercati finanziari e ad improvvisi cambiamenti economici, politici o sociali che influenzano i mercati e gli investimenti. La capacità di adattamento è intesa anche come l'abilità del consulente di cogliere le opportunità derivanti dai cambiamenti. Inoltre, oltre a possedere queste abilità trasversali, il consulente finanziario deve aggiungere le qualità di un buon medico, cioè la capacità di ascoltare e rassicurare il cliente, aiutarlo a risolvere i suoi problemi e a superare le paure. L'economista americano Statman propone un modello descrittivo in cui il consulente finanziario è visto come un "*financial physician*", cioè un medico finanziario. Così come il medico promuove la salute e il benessere, il consulente finanziario favorisce ricchezza e benessere personale<sup>65</sup>. Molti investitori infatti perseguono ben più del *trade-off* tra rischio e rendimento necessario per una pensione sicura o per coprire i costi per l'istruzione dei propri figli. Essi spesso si confrontano con i propri familiari, i propri amici oppure con il loro status passato e tendono a mostrare uno spirito di competizione, in quanto ritengono che la felicità derivi dallo stare meglio (in termini finanziari) rispetto agli altri. In questo modo gli investitori sono sempre sotto stress, rischiano di trascurare gli obiettivi più importanti e incrementano la probabilità di commettere errori quando investono. L'intervento di un consulente finanziario è finalizzato pertanto ad aiutare il cliente a risolvere questi problemi. In particolare il consulente, seguendo l'approccio utilizzato da un medico, ascolta attentamente il cliente e i suoi bisogni, regola le sue aspirazioni sulla base delle reali esigenze e lo sostiene emotivamente, in modo da ridurre lo stress e le sue ansie.

---

<sup>65</sup> Statman M., *Financial Physicians*, [www.aimrpubs.org](http://www.aimrpubs.org), pp.5-11, 2002.

Il mercato finanziario è un ambiente molto incerto in cui gli individui hanno un ridotto controllo delle loro operazioni e i rapporti che intercorrono tra i soggetti partecipanti non sono basati su un supporto reciproco bensì sulla competizione. In una situazione di costante stress e ansia, l'investitore che opera autonomamente moltiplica il rischio di incorrere in errori che possono causare ingenti perdite. Non è sufficiente avere un approfondito *background* economico-finanziario né avere una certa esperienza in materia di investimenti per affrontare le insidie del mercato, in particolare sotto il profilo psicologico. Anzi, un eccessivo sentimento di *overconfidence* porta all'assunzione di rischi più elevati di quelli che si è in grado di sostenere e quindi a perdite potenziali esponenzialmente maggiori di quelle che si è disposti a sopportare. Diversi studi dimostrano infatti che individui con più elevati livelli di educazione (formazione scolastica) e grado di alfabetizzazione finanziaria sono più propensi a richiedere un servizio di consulenza finanziaria.

*Tabella 2.1 – Attitudine verso la consulenza finanziaria*

<b>Fattore</b>	<b>Fiducia nel consulente</b>	<b>Consulente troppo costoso</b>	<b>Rivolto a più consulenti</b>
<b>Genere</b>	Uomini ↓	--	Uomini ↑
<b>Reddito</b>	--	↓ all'aumentare del reddito	↑ all'aumentare del reddito
<b>Formazione scolastica</b>	↑	--	--
<b>Etnia</b>	--	Asiatica	--
<b>Calo del reddito</b>	↓	--	--
<b>Proprietario di casa</b>	↓	--	--

*Fonte: Collins J.M., A Review of Financial Advice Models and the Take-Up of Financial Advice, Center for Financial Security WP, 2010.*

Al contrario, tra gli individui che hanno una più bassa cultura finanziaria, i quali avrebbero maggiormente bisogno di un servizio di consulenza al fine di evitare di commettere scelte sbagliate, permane ancora un generale senso di sfiducia nei confronti della figura del consulente finanziario e del costo del servizio da loro offerto.

Il mondo economico-finanziario, in generale, e il percorso di investimento in particolare non hanno quindi a che fare solo con il denaro, la sua circolazione e la sua gestione. I fattori psicologici che si manifestano affrontando il mercato finanziario e che influenzano il processo di investimento sono tali da richiedere l'intervento di una persona che sappia aiutare gli investitori a ridurre e gestire lo stress, l'ansia e il nervosismo. Occorre che tale persona, il consulente finanziario, stabilisca un forte legame con il cliente che decide di affidarsi a lui e rappresenti un punto di riferimento a cui il cliente può sempre rivolgersi per qualsiasi dubbio o perplessità. Per questo si dice che il consulente finanziario deve agire come un medico: egli deve infatti conoscere bene il suo cliente, saperci interagire e ascoltarlo, comprendere le sue esigenze, i suoi problemi e le sue paure ed essere in grado di trattarli e risolverli, informare ed educare il cliente relativamente alle questioni affrontate. Il consulente finanziario rappresenta quindi una guida per il cliente che non si occupa solamente delle prospettive relative al rischio e al rendimento degli investimenti, ma si focalizza anche sugli aspetti relazionali ed emotivi che contraddistinguono il rapporto fiduciario. Il suo obiettivo è infatti generare ricchezza e benessere sia materiali sia, ancora più importante, mentali, cioè, in altri termini, semplificare e rasserenare la vita dei suoi clienti.

### **2.3.2. Gli effetti del rapporto di fiducia**

L'esistenza della fiducia e la possibilità di instaurare un rapporto basato sulla fiducia crea un incentivo per gli investitori a rivolgersi ad un consulente finanziario per investire i propri risparmi e, allo stesso tempo, per i consulenti a partecipare ai mercati finanziari. Per esempio, la decisione del consulente di investire in azioni richiede non solo un'attenta valutazione del *trade-off* tra rischio e rendimento date le condizioni esistenti, ma anche un atto di fiducia che le informazioni che circolano siano affidabili e che il sistema finanziario sia corretto<sup>66</sup>. Pertanto, come è stato dimostrato in letteratura, gli individui che hanno meno fiducia nel prossimo sono meno propensi alla partecipazione ai mercati finanziari e ad effettuare operazioni più rischiose, quali l'acquisto di titoli azionari.

Nel paper "*Money Doctors*", Gennaioli, Shleifer e Vishny presentano un modello in cui ciò che spinge gli investitori ad affidarsi ad un consulente finanziario è la fiducia. La fiducia e

---

<sup>66</sup> Guiso L., Sapienza P. and Zingales L., *Trusting the Stock Market*, The Journal of Finance, Vol. LXIII, No. 6, pp. 2557-2600, 2008.

la presenza del consulente riducono la percezione dell'investitore della rischiosità degli investimenti, inducendolo maggiormente ad investire in attività più rischiose rispetto al caso in cui operi in autonomia. La fiducia inoltre riduce l'ansia che l'investitore proverebbe investendo in autonomia e gli fornisce un senso di sicurezza e protezione da possibili truffe o inganni, con il fine ultimo di promuovere il suo benessere personale. Il livello di fiducia in particolare non dipende dalle performance passate e non cambia al variare dei rendimenti, bensì si basa sulle relazioni personali e sulla comunicazione<sup>67</sup>. Di conseguenza migliore è la relazione e la comunicazione tra il consulente e il cliente, maggiore è la fiducia che il cliente concede e maggiore è la sua percezione di sicurezza e tranquillità nell'affrontare il mondo finanziario.

Le informazioni finanziarie che circolano nei mercati e che i consulenti finanziari forniscono agli investitori sono spesso incomplete, parzialmente errate, complesse e costose da acquisire. Per di più la qualità del servizio di consulenza prestato dal consulente finanziario è difficile per il cliente da valutare. Questo motiva la presenza di asimmetrie informative, ma allo stesso tempo rende ancora più centrale il ruolo fiduciario del consulente finanziario. Uno studio di Calcagno, Giofrè e Urzì-Brancati, condotto attraverso un'intervista a dei clienti di una grande banca italiana, mostra che solamente un quarto degli investitori che hanno un consulente finanziario esercita qualche forma di controllo sulla consulenza ricevuta e che coloro che cercano di verificare l'accuratezza dell'attività del consulente sono gli investitori con un livello maggiore di educazione finanziaria<sup>68</sup>. Una maggiore dose di fiducia nel consulente finanziario porta il cliente a non valutare le raccomandazioni ricevute e a lasciarsi completamente guidare dal consulente. Ciò a cui pone maggiore attenzione il cliente – affermano i ricercatori Monti, Pelligra, Martignon e Berg in un lavoro in cui studiano il ruolo della fiducia tra gli investitori *retail* quando si avvalgono di un consulente finanziario – non sono infatti le caratteristiche dei prodotti finanziari che il consulente consiglia (il rendimento atteso, la deviazione standard e tutti gli aspetti prettamente tecnici e oggettivi), quanto le caratteristiche della

---

<sup>67</sup> Gennaioli N., Shleifer A., Vishny R., *Money Doctors*, The Journal of Finance, Vol. LXX, pp.91-114, 2015.

<sup>68</sup> Calcagno R., Giofrè M., Urzì-Brancati M.C., *To trust is good, but to control is better: How investors discipline financial advisors' activity*, Journal of Economic Behavior & Organization, Volume 140, pp. 287-316, 2017.

relazione con il consulente, ossia il suo modo di interagire e fornire informazioni, la sua empatia e la sua capacità di trasmettere al cliente serenità<sup>69</sup>.

Lo studio empirico dei quattro ricercatori consiste in una serie di interviste ai consulenti finanziari di una banca di credito cooperativo italiana e in un questionario somministrato ad un campione di clienti della stessa banca. I risultati della ricerca mostrano che i clienti riportano elevati livelli di fiducia nella loro banca e nel loro consulente finanziario, valorizzando il fatto di avere una relazione duratura e di fiducia con il loro consulente. Questo risvolto, per quanto positivo, non può essere generalizzato per tutti i tipi di banca e per tutte le categorie di consulente finanziario. Infatti, appartenere ad una banca di credito cooperativo, cioè una istituzione il cui scopo non è il profitto ma l'utilità sociale e lo sviluppo economico delle persone che vivono in una specifica area geografica (aspetti del mutualismo e della territorialità), significa che i clienti, in qualità di soci, partecipano al capitale della banca detenendo piccole quote di proprietà; da ciò deriva una serie di vantaggi nell'usufruire dei prodotti e dei servizi della banca che fidelizzano maggiormente il cliente. In una banca di credito cooperativo ben radicata nel territorio e con una lunga tradizione, il processo di formazione della fiducia avviene attraverso entrambe le dimensioni in precedenza descritte: la fiducia dipende cioè sia da una componente sociale (condivisione di valori e di obiettivi in una banca di credito cooperativo che alimenta la relazione tra la banca, compresi i suoi consulenti, e i clienti soci) sia dal cosiddetto scambio vantaggioso, dal momento che per una banca di credito cooperativo è importante mostrare anche risultati significativi in termini di performance, che si traducono in condizioni vantaggiose per i clienti. Tutto ciò per affermare che il livello di fiducia degli investitori varia, insieme al processo di formazione della fiducia tra il consulente finanziario e il cliente, a seconda della tipologia e dalle caratteristiche del consulente con cui si ha a che fare. Cruciani, Gardenal e Rigoni dimostrano mediante uno studio empirico che la fiducia in un consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede e con una consolidata esperienza dipende quasi totalmente da aspetti relazionali e dalla sua capacità di porsi come filtro emotivo nei confronti del cliente. Invece, nel caso di consulenti bancari (la maggior parte dei quali non iscritti all'albo unico dei consulenti finanziari) che operano in filiale e hanno iniziato la loro carriera professionale da poco

---

<sup>69</sup> Monti M., Pelligra V., Martignon L., Berg N., *Retail investors and financial advisors: New evidence on trust and advice taking heuristics*, Journal of Business Research 67, pp. 1749-1757, 2014.

tempo, la possibilità di ricevere fiducia dal cliente dipende prevalentemente dalla capacità del consulente di ottenere risultati positivi in termini di rendimenti degli investimenti e di ridurre i costi connessi ai prodotti finanziari raccomandati<sup>70</sup>.

Ciò che tuttavia rileva di più evidenziare dei risultati della ricerca di Monti e colleghi è che il 77% dei clienti che hanno compilato il questionario, guidati da un elevato livello di fiducia verso il loro consulente finanziario, affermano di delegare completamente al consulente le loro scelte di investimento. Questo sconcerta i consulenti finanziari, i quali si sentono richiedere dai clienti di scegliere cosa fare dei loro risparmi come se appartenessero al consulente stesso. Accanto ad una correlazione positiva tra la fiducia e la delega delle decisioni in materia finanziaria, i risultati della ricerca mostrano anche una forte correlazione tra delega delle scelte e disinteresse, in termini sia di impegno sia di tempo dedicato ad affrontare decisioni finanziarie. Quindi un'elevata fiducia nel consulente porta l'investitore a delegare le sue scelte in materia di investimenti e di conseguenza a minimizzare il suo impegno e il suo interesse. I motivi di questi comportamenti e quindi di rivolgersi e concedere fiducia ad un consulente finanziario stanno nel minor tempo e nei minori sforzi mentali da dedicare alle scelte di portafoglio e in generale alla pianificazione finanziaria, e soprattutto all'inesperienza di valutare i mercati finanziari e gestire i loro risparmi in autonomia<sup>71</sup>. I consulenti finanziari mirano quindi ad incentivare una partecipazione più attiva dei loro clienti nelle scelte di portafoglio. Per fare ciò alcuni di loro promuovono campagne di educazione finanziaria e seminari per sensibilizzare gli individui all'importanza delle tematiche finanziarie.

Un ottimale servizio di consulenza in materia di investimenti si basa su un intenso rapporto di fiducia che il consulente riesce a costruire con il cliente. La fiducia non rappresenta però l'unica determinante in un servizio di consulenza. Sempre presupponendo le conoscenze e competenze del consulente in ciò che riguarda gli aspetti economici e finanziari del servizio, il consulente deve essere in grado di inquadrare il cliente in tutte le sue sfaccettature, al fine di poter fornire le raccomandazioni a lui più adeguate. Uno degli aspetti più degni di nota, che viene affrontato nel prossimo capitolo,

---

<sup>70</sup> Cruciani C., Gardenal G., Rigoni U., *Trust-formation processes in financial advisors: A structural equation model*, The Quarterly Review of Economics and Finance 82, pp.185-199, 2021.

<sup>71</sup> Monti M., Pelligra V., Martignon L., Berg N., *Retail investors and financial advisors: New evidence on trust and advice taking heuristics*, Journal of Business Research 67, pp. 1749-1757, 2014.

è l'approccio che il cliente ha nei confronti del rischio e dell'incertezza connessa ai suoi investimenti.

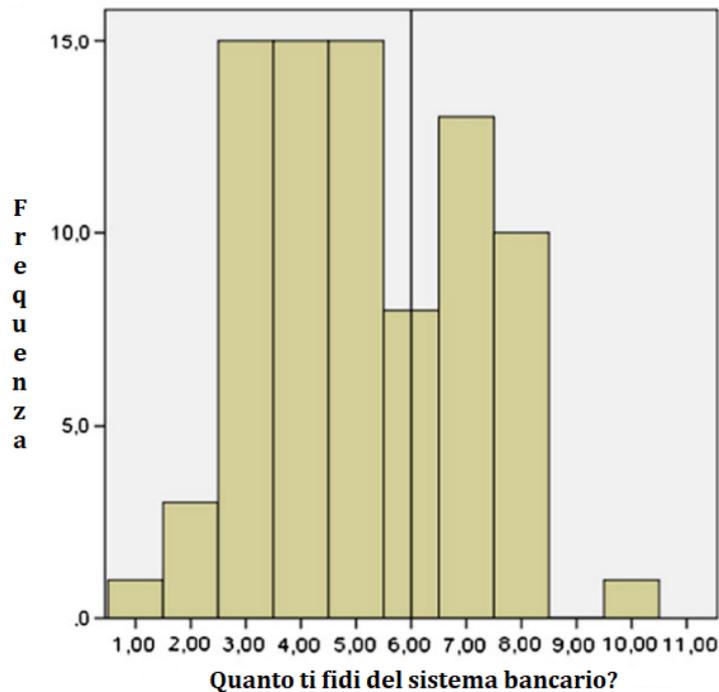
## **2.4. La sfiducia nel sistema finanziario e le sfide cogenti**

Il sistema finanziario è in continua evoluzione e qualsiasi evento, sia esso di natura economica, politica, sociale, ha un impatto su di esso che può essere positivo o negativo. Ciò che permette al sistema finanziario di funzionare sono le relazioni tra i soggetti che ne fanno parte, le quali consentono lo svolgersi di tutta una serie di operazioni finanziarie e lo scambio di informazioni e di risorse che insieme sostengono la crescita dell'economia e promuovono il benessere degli individui. La correttezza e la trasparenza dei comportamenti degli individui e il rispetto delle norme che regolano il funzionamento del sistema finanziario sono garantiti da quella cosiddetta istituzione invisibile che è la fiducia, la quale rappresenta la base per avviare rapporti positivi e produttivi tra qualsiasi soggetto operante.

Riprendendo il già citato lavoro di Monti, Pelligra, Martignon e Berg, l'analisi dei questionari somministrati ai clienti rileva che i clienti della banca di credito cooperativo presa in considerazione si fidano molto della loro banca e dei loro consulenti finanziari, tuttavia mostrano un basso livello di fiducia nei confronti del sistema finanziario in generale. La figura 2.3 mostra appunto come il grosso della distribuzione si trovi sotto la metà della scala di Likert (tecnica psicometrica che permette di misurare l'atteggiamento di un individuo sulla base di un punteggio, proposta dallo psicologo Rensis Likert).

La sfiducia nel sistema finanziario è dannosa per il sistema stesso, in quanto induce gli individui a non usufruire dei servizi che offre. La sfiducia può per esempio portare ad un calo degli investimenti, a concentrare i risparmi in investimenti liquidi e meno rischiosi, compromettendo la circolazione di denaro e risorse che alimentano l'economia. Inoltre, essa può spingere gli investitori a cercare di affidarsi ad istituzioni che gli facciano percepire maggiore sicurezza e tranquillità, come può essere il caso delle banche di credito cooperativo. Questo spiega il fatto che il campione di investitori analizzato da Monti e colleghi riponga molta fiducia nella propria banca di credito cooperativo e nel proprio consulente, ma diffidi dal sistema bancario in generale.

Figura 2.3 – Fiducia nel sistema bancario nazionale



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

#### 2.4.1. L'impatto del Covid-19 sui mercati finanziari

La sfiducia nel sistema finanziario si genera di solito a seguito di crisi economico-finanziarie, durante le quali, l'incertezza porta gli individui a limitare le spese e ad aumentare il risparmio in modo da poter affrontare eventuali imprevisti finanziari, rinunciando pure a progetti di vita; anche le imprese si vedono spesso a dover posticipare o annullare progetti di investimento. Queste scelte possono essere influenzate da fattori psicologici, quali la sfiducia appunto (sia generalizzata sia nei confronti del sistema finanziario) oppure la percezione che le politiche attuate da chi si occupa di arginare la crisi siano insufficienti e dannose, talvolta amplificati attraverso i social media. Il ruolo del consulente finanziario diventa fondamentale a questo punto, innanzitutto come fiduciario e come dottore del denaro, in quanto deve essere capace di sostenere emotivamente il cliente nel periodo di difficoltà e fargli riacquisire la fiducia nel sistema finanziario. In secondo luogo, assume importanza il ruolo del consulente quale educatore finanziario, per istruire il cliente su come comportarsi di fronte alla situazione di crisi e sulle migliori operazioni da compiere.

La diffusione della pandemia da Covid-19, che dall'inizio del 2020 ha colpito l'intero pianeta, ha avuto un impatto significativo sui mercati finanziari di tutto il mondo. La crescita esponenziale del numero dei casi di positività e l'elevato numero di decessi hanno costretto la maggior parte dei paesi ad adottare provvedimenti restrittivi, i quali hanno pesantemente limitato le attività economiche. Queste conseguenze, che a lungo termine portano all'aumento della disoccupazione e al fallimento di molte imprese, hanno causato bruschi movimenti nei mercati finanziari, mettendo in difficoltà non solo gli operatori del settore, ma anche gli investitori che hanno visto crollare il valore del loro portafoglio (salvo poi il rimbalzo verso l'alto dei mercati dopo la diffusione della pandemia).

L'aumento, in termini di frequenza e di entità, dei movimenti di prezzo dei titoli ha determinato un incremento del livello di rischio, cioè della volatilità, dei mercati finanziari, misurato in termini di deviazione standard dei rendimenti. Non si tratta di un rischio specifico, limitato per esempio ai mercati azionari oppure ad una specifica area geografica, bensì di un rischio sistemico che innesca l'instabilità dell'intero sistema finanziario.

Il clima di incertezza e di agitazione provocato dalla pandemia ha avuto effetti negativi sui mercati obbligazionari, inducendo ad un calo dei prezzi. Oltre ad impattare sulle obbligazioni emesse da società private, le ripercussioni della crisi economica e sanitaria si sono osservate nei mercati dei titoli del debito sovrano, in particolare a fronte degli ingenti programmi di intervento messi in moto dai governi al fine di sostenere i sistemi sanitari e tutti i lavoratori impattati dalle restrizioni.

Analogamente, l'incertezza sulle prospettive future e l'incremento dell'avversione al rischio degli investitori causati dallo scoppio della pandemia hanno portato agitazione nei mercati azionari, in alcuni casi al loro crollo, e un forte incremento della volatilità. Ovviamente l'impatto della crisi economica sui mercati azionari non è stato uguale per tutti i settori, in base alla loro diversa esposizione alle conseguenze economiche e sanitarie della pandemia. Infatti, se il settore petrolifero e quello del gas hanno registrato forti contrazioni causate dai minori spostamenti e dalla chiusura forzata di molti uffici, così non è stato per altri settori, quali il settore tecnologico e quello bancario<sup>72</sup>.

---

<sup>72</sup> Linciano N., Caivano V., Fancello F., Gentile M., *La crisi Covid-19. Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata*, CONSOB Occasional Report, 2020.

Per quanto riguarda proprio quest'ultimo settore, le banche hanno mostrato una significativa resilienza, maggiore rispetto ad altri settori e a come le banche stesse hanno affrontato le crisi passate. Dopo le difficili crisi finanziaria del 2008 e crisi del debito sovrano europeo del 2010, le banche sono state costrette ad innalzare i requisiti patrimoniali, per potenziare la loro solidità patrimoniale, e a migliorare la qualità e la composizione dell'attivo e del passivo. In tal modo, anche grazie ad un grande afflusso di depositi (l'avversione al rischio ha spinto gli investitori a mantenere i loro risparmi fermi nei conti correnti), le banche sono state in grado di concedere credito all'economia reale.

#### **2.4.2. La popolarità della tecnologia**

A partire dagli anni Novanta del secolo scorso, l'utilizzo di Internet nel settore finanziario si è andato intensificando. La rapida evoluzione e diffusione delle tecnologie digitali ha portato a grandi innovazioni in materia di investimenti e mercati finanziari, tenendo sempre a bada l'obiettivo principale che è la tutela dell'investitore. Lo sviluppo delle tecnologie digitali ha promosso anche importanti opportunità per i servizi finanziari digitali, basti pensare a pagamenti o finanziamenti concessi attraverso canali digitali, inclusi i dispositivi mobili. Tutte queste nuove soluzioni fanno riferimento al concetto di "FinTech" (crasi tra *Financial* e *Technology*), definito come l'innovazione finanziaria resa possibile dall'innovazione tecnologica che si può concretizzare in nuovi modelli di business, processi o prodotti che hanno un effetto determinante sui mercati, sulle istituzioni finanziarie e sull'offerta di servizi finanziari<sup>73</sup>.

L'avvento della pandemia da Covid-19 ha accelerato e amplificato il bisogno di tutti i soggetti operanti nel sistema finanziario (investitori, consulenti, imprese, istituzioni finanziarie) di conformarsi e adottare le tecnologie digitali più aggiornate. La pandemia infatti ha reso evidente il rischio di malattie trasmissibili a seguito di incontri e interazioni sociali e ha costretto le imprese il cui modello di business dipende dall'interazione fisica tra persone a dover trovare delle soluzioni alternative per non dover chiudere<sup>74</sup>. Allo stesso tempo però, la crisi dovuta alla pandemia ha anche suscitato maggiore

---

<sup>73</sup> *FinTech credit – Market structure, business models and financial stability implications*, Report prepared by a Working Group established by the Committee on the Global Financial System (CGFS) and the Financial Stability Board (FSB), 22 May 2017.

<sup>74</sup> Goldstein I., Koijen R.S.J., Mueller H.M., *COVID-19 and Its Impact on Financial Markets and the Real Economy*, *The Review of Financial Studies*, v. 34, n. 11, pp.5135-5148, 2021.

consapevolezza sui potenziali rischi derivanti dall'uso della tecnologia. La transizione verso questo nuovo sistema finanziario digitale causa l'incremento dei divari nell'accesso e nell'utilizzo delle tecnologie digitali e l'inasprimento dell'esclusione finanziaria dei soggetti più vulnerabili, cioè gli individui con minori disponibilità economiche, con uno status socioeconomico inferiore e quelli con limitate abilità digitali, oppure le imprese che non hanno saputo adattare il loro business alla situazione di emergenza. Ciò conduce tali individui e imprese a maggiori fragilità finanziarie e limita la loro resilienza finanziaria a lungo termine.

Ulteriori preoccupazioni e rischi riguardano la privacy e la sicurezza dei dati dei clienti, l'arbitraggio regolamentare, la concorrenza, la stabilità finanziaria, per cui si necessita di una revisione del quadro regolamentare al fine di regolare la prestazione dei servizi finanziari digitali nonché l'accesso e l'esercizio da parte di entità *FinTech*, diverse da banche e intermediari tradizionali<sup>75</sup>. Naturalmente l'obiettivo principale rimane sempre la tutela degli investitori, la quale però si ottiene garantendo la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario, la sana competitività tra gli operatori (in particolare tra i nuovi entranti, tecnologicamente avanzati, e gli operatori tradizionali) e recuperando la fiducia verso il sistema finanziario.

Anche la consulenza in materia di investimenti è stata impattata dalle conseguenze della crisi pandemica, la quale, accelerando l'evoluzione della digitalizzazione, ha portato al cambiamento dell'offerta di servizi da parte dei consulenti finanziari, delle società di consulenza e in generale di tutte le istituzioni finanziarie.

La consulenza finanziaria è un servizio che è tradizionalmente radicato in filiali e uffici fisici e che si basa sul contatto tra le persone. La pandemia ha portato i consulenti finanziari ad incontrare i loro clienti da remoto, sfruttando il potere delle piattaforme virtuali, quali Zoom o Google Meet tra le altre. Sempre di più quindi i consulenti finanziari stanno sostituendo gli uffici fisici con le piattaforme online e di videoconferenza, che gli permettono ugualmente di svolgere sia la loro attività di analisi del cliente e prestazione di raccomandazioni personalizzate su specifici prodotti e servizi finanziari, sia il ruolo di fiduciario, guidando e sostenendo il cliente dal punto di vista emotivo. Inoltre, i consulenti che organizzano incontri formativi o conferenze per i propri clienti possono ora farlo da

---

<sup>75</sup> Lyons A.C., Kass-Hanna J., *The Evolution of Financial Services in the Digital Age*, Available at SSRN 3873370, 2021.

remoto attraverso le piattaforme virtuali, senza doverli costringere a spostarsi. Tutto ciò rappresenta un'importante opportunità e, quando l'emergenza del Covid-19 sarà completamente arginata, una valida alternativa per i consulenti finanziari e per tutti gli operatori del settore finanziario. L'utilizzo di piattaforme virtuali si sta infatti rivelando ben più efficiente degli incontri di persona, in termini sia di guadagno di tempo sia di riduzione dei costi.

Il vantaggio quindi per il consulente finanziario capace di diversificare l'offerta di servizi è la possibilità di affrontare più prontamente e con più efficienza le sfide che si presentano. Per esempio, un consulente che già prima dello scoppio della pandemia possedeva abilità digitali e teneva già degli incontri con i propri clienti attraverso piattaforme virtuali, sicuramente non si è trovato impreparato quando è stato costretto a svolgere tutto da remoto. La diversificazione nell'offerta di servizi è anche un modo per aumentare la fidelizzazione del cliente. Infatti, perseguendo la strategia del cosiddetto *cross selling*, cioè la vendita di prodotti o servizi aggiuntivi ad un cliente già acquisito, il consulente potrebbe costruire il portafoglio del cliente con prodotti diversi, inserendo per esempio una polizza assicurativa, oppure prestare diversi servizi di consulenza, per esempio fiscale, immobiliare, previdenziale. Questo genera un vantaggio per entrambe le parti, in quanto il cliente si affida ad una sola persona, senza dover avere più consulenti per i diversi prodotti e servizi che richiede, mentre il consulente gode di una maggiore fidelizzazione del cliente e di una relazione più consolidata e probabilmente duratura.

#### **2.4.3. La consulenza finanziaria automatizzata**

Un fenomeno di sempre più crescente diffusione e attenzione negli ultimi anni è quello della consulenza finanziaria automatizzata (cosiddetta "*robo advice*"). Se la letteratura ha dimostrato che nei periodi di crisi è maggiore la richiesta di consulenza finanziaria, a seguito della crisi causata dalla pandemia da Covid-19 la consulenza finanziaria automatizzata ha riscontrato ancora più interesse e popolarità. In particolare, è ragionevole ed interessante valutare se, nel futuro prossimo, il *robo advice* possa raggiungere quegli investitori che non utilizzano la consulenza finanziaria per poca fiducia nel sistema finanziario, per una insufficiente cultura finanziaria o per una bassa disponibilità finanziaria.

L'ESMA definisce la consulenza finanziaria automatizzata come "la fornitura di servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione del portafoglio attraverso un sistema

automatizzato o semiautomatizzato utilizzato come strumento a contatto con la clientela”<sup>76</sup>; essa consiste cioè nella prestazione di raccomandazioni personalizzate, riferite ad operazioni relative a determinati prodotti o servizi finanziari e adeguate alle caratteristiche di un cliente specifico, rilasciate attraverso piattaforme digitali e algoritmi. È possibile suddividere la consulenza finanziaria automatizzata in tre modelli che differiscono per intensità dell’automazione e per target di clientela:

- il modello chiamato puro, caratterizzato dalla completa automazione del servizio, offerto direttamente all’investitore finale. Si tratta di un modello automatico in cui l’investitore interagisce direttamente con il *robot*;
- il modello ibrido, in cui l’intervento umano e quello digitale si combinano e/o alternano durante le fasi del servizio di consulenza. Anche in questo modello il servizio è diretto al cliente finale, ma il consulente finanziario (umano) non è sostituito completamente dal *robo advisor* e mantiene un certo controllo nello svolgimento del servizio;
- il modello cosiddetto “*robo4advisor*”, nel quale, a differenza dei due precedenti, l’elemento digitale è posto a supporto del consulente. Gli algoritmi e i *software* messi a disposizione del consulente o dell’intermediario per cui il consulente opera lo supportano in una o più fasi del processo di investimento<sup>77</sup>.

La diffusione della consulenza finanziaria automatizzata presenta dei pro e dei contro e diverse percezioni da parte degli investitori sull’importanza della consulenza finanziaria e sulla propensione all’innovazione tecnologica. In primis, un vantaggio della *robo advice* è potenzialmente quello di colmare il cosiddetto “*advice gap*” riscontrabile nella consulenza finanziaria tradizionale. La consulenza finanziaria automatizzata, infatti, con soglie patrimoniali di accesso e costi del servizio più ridotti, può risultare più attrattiva anche per quegli investitori che hanno un patrimonio contenuto e una bassa disponibilità a sostenere i costi della consulenza tradizionale, purché possiedano conoscenze digitali e siano propensi ad investire attraverso piattaforme digitali<sup>78</sup>.

---

<sup>76</sup> *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II*, ESMA, 2018.

<sup>77</sup> Gruppo di lavoro CONSOB, Scuola Superiore Sant’Anna di Pisa, Università Bocconi, Università di Pavia, Università di Roma ‘Tor Vergata’, Università di Verona, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, Quaderni FinTech CONSOB, gennaio 2019.

<sup>78</sup> Caratelli M., Giannotti C., Linciano N., Soccorsi P., *Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori. Evidenze da un’analisi qualitativa*, Quaderni FinTech CONSOB, dicembre 2019.

Per quanto riguarda invece la percezione degli investitori nell'utilizzo del servizio di consulenza finanziaria automatizzata, un'indagine svolta da Caratelli, Giannotti, Linciano e Soccorso su un campione di 20 individui, pubblicata nella collana dei Quaderni *FinTech* della Consob, individua tre livelli di percezione: attitudinale, emotivo e razionale. A livello attitudinale, gli investitori si presentano curiosi e disponibili a scoprire e sperimentare le nuove innovazioni tecnologiche. A livello emotivo, invece, la *robo advice* riscontra meno attrattività per diversi motivi: gli investitori intervistati rivelano l'ansia e il timore di dover decidere in autonomia, l'insicurezza in caso di bassa educazione finanziaria e la paura di commettere errori nel processo di investimento e di conseguenza la necessità di un riferimento umano rappresentato dal consulente. Inoltre si ravvisa una certa diffidenza relativa alla sicurezza informatica e al trattamento dei dati sensibili. A livello razionale infine si riscontra un maggiore interesse verso il servizio digitale, caratterizzato dall'oggettività delle raccomandazioni (che nella consulenza tradizionale sono inficiate dalla discrezionalità del consulente finanziario) e da un costante controllo automatizzato del portafoglio del cliente. Altri fattori positivi sono la "democraticità" della consulenza automatizzata, in termini di più ampia ed equa possibilità di accesso al servizio<sup>79</sup>, e la sua funzione di tutela dell'investitore, in quanto l'automazione permette di evitare gli errori di cui sono vittime anche i consulenti umani. Parte della dottrina ritiene tuttavia che anche la consulenza robotizzata sarebbe soggetta agli stessi *bias* del comportamento umano e al rischio di non cogliere le reali conoscenze, competenze ed esigenze degli investitori.

A fronte di queste rilevazioni, emerge che gli individui intervistati nella ricerca di Caratelli e altri preferiscono il modello ibrido della consulenza finanziaria automatizzata, in cui il servizio digitale è accompagnato dalla possibilità di poter interagire con un consulente umano.

Un altro punto a favore della consulenza finanziaria automatizzata è la comodità e la flessibilità del servizio, intesa come "la possibilità per gli investitori con competenze digitali di base di operare *online* con rapidità, senza vincoli di orario né logistici"<sup>80</sup>. Infatti la consulenza automatizzata elide il rapporto faccia a faccia con il consulente finanziario in persona, che costringe il cliente a recarsi fisicamente presso l'ufficio del consulente o la sua banca, e fornisce all'investitore uno strumento che gli consente di monitorare in

---

<sup>79</sup> Caratelli M., Giannotti C., Linciano N., Soccorsi P., *Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori. Evidenze da un'analisi qualitativa*, Quaderni FinTech CONSOB, dicembre 2019.

<sup>80</sup> Pancallo A.M., *La consulenza finanziaria nell'era del Fintech*, Cacucci Editore, Bari, 2020, pagg. 139-140.

maniera autonoma ed in qualsiasi momento della giornata tutte le operazioni, attraverso un qualsiasi dispositivo elettronico abilitato. La fiducia dell'investitore nel servizio di consulenza robotizzata si rafforza anche grazie alla sua familiarità con altri servizi finanziari automatizzati già presenti sul mercato, come ad esempio *l'home banking*.

Il fenomeno della consulenza finanziaria automatizzata è piuttosto recente ed è ancora poco accessibile per i motivi già esaminati relativi alla situazione socioeconomica degli investitori, alle loro abilità digitali e alla loro sfera emotiva. Tuttavia, alla luce dei progressi tecnologici in corso e dei potenziali rischi quali la recente pandemia, la sfida futura riguarda l'ampliamento della fascia di investitori che può ricorrere alla consulenza finanziaria automatizzata.

In questo capitolo si è visto come nella relazione tra il consulente e il cliente, per quanto importante, l'aspetto tecnico (cioè gli obiettivi di rendimento) diventi marginale, per lasciare il sopravvento alla formazione di un consolidato rapporto di fiducia in cui il consulente svolge la funzione di guida per il cliente non soltanto per ciò che riguarda gli aspetti finanziari. Gli impatti della pandemia su tutto il sistema finanziario, investitori compresi, e l'affermazione delle nuove tecnologie digitali stanno conducendo alla diffusione, accanto alla consulenza finanziaria tradizionale, di una consulenza finanziaria automatizzata, di cui si sono discussi nell'ultimo paragrafo alcuni vantaggi e svantaggi.

Nel prossimo capitolo si sposta invece l'attenzione sull'analisi del cliente, con particolare riferimento alla rilevazione del suo atteggiamento nei confronti del rischio e all'influenza dei suoi comportamenti e della sua personalità.

### **CAPITOLO 3. Il profilo degli investitori**

Il ruolo del consulente finanziario implica una quasi totale responsabilità nei confronti del cliente. Il consulente finanziario deve infatti avere una conoscenza approfondita del cliente per potergli raccomandare le operazioni a lui più adatte. Questa conoscenza non si limita a quanto il cliente è disposto ad investire, ma comprende per esempio quanto il cliente è disposto a perdere, quanto si sente a suo agio con il rischio, e tutta una serie di altri fattori ampiamente studiati dagli esperti del settore e che verranno esaminati nel corso del capitolo.

Dopo alcune premesse sul concetto di tolleranza al rischio, il capitolo si apre con una analisi dei questionari con cui gli intermediari ed i consulenti finanziari analizzano il profilo dei clienti che richiedono un servizio di consulenza in materia di investimenti. Si illustrano le discordanze tra quanto previsto dalla normativa e quanto rilevato dalla letteratura economica e si introducono le linee guida proposte dall'ESMA al fine di porre chiarezza sul tema.

In seguito, si esaminano i contributi della finanza comportamentale nella valutazione della tolleranza al rischio degli investitori. Questi ultimi non agiscono in modo razionale e risentono di anomalie comportamentali, dovute a fattori emotivi e psicologici, le quali influiscono sul loro modo di approcciare il mondo degli investimenti, mettendo in difficoltà gli intermediari e i consulenti nella profilatura e nella rilevazione della loro tolleranza al rischio. Anche i tratti della personalità degli investitori influenzano i loro comportamenti e le loro scelte, obbligando i consulenti finanziari a non ignorarli nel processo di analisi della clientela. Il livello di tolleranza al rischio di ogni individuo dipende quindi da una molteplicità di fattori, che combinati insieme definiscono il suo profilo.

Infine, si approfondiscono i contributi della letteratura nella modalità di misurazione della tolleranza al rischio degli investitori e si introducono le scale di tolleranza al rischio che consistono in test validati per rilevare la tolleranza al rischio degli investitori.

### 3.1. L'inquadramento della tolleranza al rischio

Non esiste una strategia di investimento o un prodotto finanziario che sia ugualmente adatto a due investitori diversi. Ogni investitore è unico per quanto riguarda la sua personalità, le sue esperienze in materia di investimenti, la sua situazione finanziaria, le sue esigenze e molto altro. L'insieme di tutte queste caratteristiche proprie del singolo individuo costituisce il cosiddetto profilo dell'investitore.

Nell'ambito della consulenza in materia di investimenti, il consulente finanziario deve individuare il profilo di ciascun cliente in modo tale da poter fornire le raccomandazioni personalizzate più adeguate ad ognuno di essi. Tra le informazioni che il consulente deve estrapolare dall'analisi del cliente rileva in particolar modo la sua tolleranza al rischio, che può essere definita come l'ammontare massimo di incertezza che un investitore è disposto ad accettare quando prende delle decisioni in materia finanziaria<sup>81</sup>. L'incertezza è intesa come il livello di rischio finanziario che l'investitore è in grado di sopportare. Il rischio finanziario, ossia la variabilità legata al valore di un qualsiasi investimento o in altri termini i possibili scostamenti dagli obiettivi pianificati, va considerato in ottica bidirezionale. Il concetto di rischio cioè non deve essere inteso solo in ottica di potenziali perdite (accezione comune e negativa del termine), ma include anche i potenziali scostamenti positivi che si traducono in possibili guadagni. Per questo ci sono individui con una maggiore tolleranza rischio, disposti a sopportare scostamenti più marcati in ottica di guadagni più elevati, e ciò spiega la relazione positiva che intercorre tra rischio e rendimento.

Maggiori sono l'accuratezza e la precisione con cui il consulente finanziario identifica il livello di tolleranza al rischio del cliente, con la finalità di fornire i consigli a lui più adeguati, e più stabile ed intensa sarà la relazione tra le due parti. È importante mantenere sempre una costante ed elevata dose di fiducia alla base del rapporto tra il consulente e il cliente, anche per affrontare con più serenità periodi di crisi come quello attuale.

Occorre, ai fini di una maggiore chiarezza, precisare che il tema della rilevazione dell'atteggiamento degli investitori nei confronti del rischio è stato studiato da diverse prospettive. L'idea di classificare le preferenze o attitudini al rischio viene dalla letteratura e dall'economia classica, cioè dalla teoria dell'utilità attesa. Si parla in questo

---

<sup>81</sup> Nobre L.H.N., Grable J.E., *The Role of Risk Profiles and Risk Tolerance in Shaping Client Investment Decisions*, Journal of Financial Service Professionals, Vol. 69, No. 3, pp. 18-21, 2015.

caso di propensione e avversione al rischio come una caratteristica soggettiva propria dell'investitore e non qualcosa che egli deve necessariamente subire. A partire dagli anni Novanta del secolo scorso, la letteratura (si citano in particolare gli economisti John Grable e Ruth Lytton, di cui si parlerà in seguito nel corso del capitolo) ha cominciato ad operationalizzare l'attitudine al rischio, cioè a cercare di descriverla in termini osservabili e misurabili attraverso delle scale. La transizione dal concetto di avversione/propensione al rischio ad un concetto di tolleranza al rischio avviene in tempi più recenti con la MiFID II, la quale cita, senza tuttavia descrivere, la tolleranza al rischio e la capacità di sostenere le perdite. La letteratura economica ha esplorato come il rischio e l'attitudine al rischio (avversione o propensione) degli investitori cambiano a seconda del dominio specifico in cui ci si trova: in termini finanziari diventa più comune parlare di tolleranza al rischio, dal momento che il rischio espone l'investitore a grandi perdite ma anche a grandi guadagni, considerando che rischio e rendimento vanno nella stessa direzione. Il rischio viene in tal caso connotato in misura maggiore come qualcosa di negativo, qualcosa da tollerare. La capacità di sostenere le perdite (nota come *risk capacity*, capacità di rischio) rappresenta invece una misura di rischio oggettivo relativa alla stabilità della situazione economico-finanziaria dell'investitore a fronte di potenziali perdite determinate da comportamenti rischiosi.

### **3.2. La profilatura del cliente attraverso i questionari**

Lo strumento che i consulenti finanziari utilizzano per rilevare la tolleranza al rischio e, in generale, il profilo degli investitori è il questionario. Il questionario si compone di una serie di domande suddivise in distinte sezioni, indipendenti e ugualmente rilevanti. Ad ogni risposta fornita dal cliente è attribuito un punteggio e il totale dei punteggi corrisponde ad un determinato profilo del cliente. Nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, la regolamentazione prevede che il consulente finanziario (oppure l'intermediario per conto del quale il consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede opera) acquisisca "le informazioni necessarie in merito alle conoscenze e esperienze del cliente o potenziale cliente, in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio, alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento per essere in grado di raccomandare i servizi di investimento e gli

strumenti finanziari adatti al cliente o al potenziale cliente”<sup>82</sup>. In questo modo, attraverso il questionario, il consulente finanziario può eseguire due tipologie di valutazione:

- la valutazione di adeguatezza, in caso di prestazione dei servizi di consulenza e gestione di portafogli, relativa alla verifica che le operazioni raccomandate al cliente siano adeguate alla sua conoscenza ed esperienza, alla sua situazione finanziaria e ai suoi obiettivi di investimento;
- la valutazione di appropriatezza, in caso di prestazione di servizi di investimento diversi dalla consulenza finanziaria e dalla gestione di portafogli, che riguarda la sola verifica che le operazioni raccomandate siano appropriate alle conoscenze ed esperienze del cliente relative allo strumento finanziario o al servizio di investimento in questione.

Se, al fine della valutazione di appropriatezza, il cliente fornisce insufficienti informazioni o non ne fornisce affatto, il consulente non è in grado di verificare l’appropriatezza dei servizi e degli strumenti finanziari offerti o richiesti dal cliente. Anche se il consulente valuta tali servizi o strumenti non appropriati, il cliente può comunque decidere di procedere con l’operazione, assumendosi però ogni responsabilità. Invece, relativamente alla valutazione di adeguatezza, se il cliente non fornisce le informazioni richieste o se il consulente valuta l’operazione non adeguata al cliente, il consulente non può procedere con l’operazione in questione, in chiave di tutela del cliente.

La consulenza in materia di investimenti è un servizio a favore degli individui che desiderano ricevere un aiuto nella gestione dei propri risparmi. È quindi interesse di questi individui compilare in modo onesto e completo il questionario, fornendo informazioni chiare, veritiere e aggiornate e comunicando al consulente in modo tempestivo tutte le eventuali modificazioni rispetto a quanto dichiarato in precedenza. L’obiettivo primario della valutazione di adeguatezza nella prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli è dunque la protezione che la direttiva MiFID mira a garantire agli investitori.

L’assunzione della piena responsabilità da parte del consulente finanziario o dell’impresa di investimento nel processo di valutazione dell’adeguatezza permette al cliente di vivere

---

<sup>82</sup> Articolo 19, comma 4, MiFID I. La MiFID II, all’articolo 25, comma 2, mantiene la stessa impostazione della MiFID I includendo solamente la capacità del cliente o potenziale cliente di sostenere le perdite (tra le informazioni relative alla situazione finanziaria) e la sua tolleranza al rischio (tra gli obiettivi di investimento).

il processo di investimento con più serenità e meno ansie, stante ovviamente la sua onestà e correttezza nel fornire al consulente le informazioni richieste<sup>83</sup>. La responsabilità del consulente o dell'impresa di investimento garantisce quindi protezione e sostegno al cliente, ma allo stesso tempo richiede da parte loro organizzazione e metodo per analizzare con precisione la situazione specifica di ciascun cliente.

I questionari di profilatura della clientela rappresentano uno strumento estremamente potente per identificare il profilo dell'investitore e raccomandargli le scelte più coerenti; essi sono utili e vantaggiosi sia per il consulente o l'intermediario che presta servizi di investimento sia per il cliente, in ottica della sua tutela e del suo benessere. Spesso, tuttavia, i questionari sono sottovalutati da entrambe le parti e utilizzati solo come soddisfazione di un obbligo di legge. Le recenti rivisitazioni in materia di valutazione di adeguatezza e di composizione dei questionari proposte dalla letteratura economica e dagli orientamenti dell'ESMA mirano a fornire chiarezza e linee guida sul tema. Si tratta solo di linee guida per la costruzione del questionario, non esiste infatti un modello unico e oggettivo di questionario per la profilatura della clientela. La composizione del questionario dipende dalle esigenze strategiche del consulente o dell'intermediario interessato, dalla tipologia di clientela a cui si rivolge e dalla tipologia di prodotti che offre<sup>84</sup>.

### **3.2.1. I limiti dei questionari MiFID**

La direttiva di attuazione 2006/73/CE della Commissione del 10 agosto 2006 disciplina con maggior dettaglio la MiFID I per ciò che riguarda i requisiti di organizzazione e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento. La stessa funzione, ma nei confronti della MiFID II, assume il regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione del 25 aprile 2016. In particolare, relativamente alla profilatura della clientela e alla valutazione di adeguatezza, tale regolamento specifica con maggiore precisione le informazioni che il consulente finanziario deve ottenere dal cliente in base all'articolo 25, paragrafo 2, della MiFID II già citato in precedenza (su questi temi, il regolamento (UE) 2017/565 non aggiunge niente di rilevante rispetto alla direttiva

---

<sup>83</sup> Cruciani C., Gardenal G., Rigoni U., *Dinamiche di fiducia nella consulenza finanziaria: un'analisi empirica*, Bancaria I, pp.40-58, 2018.

<sup>84</sup> Cervellati E.M., Parrella F., Spallone M., *Una proposta di revisione dei questionari per la profilatura della clientela*, Centro Arcelli per gli Studi Monetari e Finanziari della Luiss Guido Carli, 2012.

2006/73/CE). Allora, le informazioni relative alle conoscenze ed esperienze del cliente o potenziale cliente in materia di investimenti annoverano anche la tipologia di servizi, operazioni e prodotti finanziari con cui il cliente ha dimestichezza; la natura, il volume e la frequenza delle operazioni finanziarie intraprese dal cliente e il periodo durante il quale tali operazioni sono state eseguite; il suo livello di istruzione e la sua professione attuale ma anche passata, se rilevante<sup>85</sup>. Per quanto riguarda la situazione finanziaria del cliente o potenziale cliente, le informazioni che il consulente acquisisce includono dati relativi alla fonte e alla consistenza del reddito, alle attività, comprese quelle liquide, agli investimenti e ai beni immobili e agli impegni finanziari regolari. Infine, relativamente agli obiettivi di investimento, il consulente raccoglie i dati sul lasso di tempo per il quale il cliente desidera mantenere l'investimento, sulle preferenze in materia di rischio e sul suo profilo di rischio, sulle finalità dell'investimento<sup>86</sup>.

Le direttive MiFID propongono quindi i contenuti essenziali che devono contenere i questionari di profilatura della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza. Quello che però emerge dall'analisi del contenuto dei questionari è una divergenza tra quanto previsto dalla normativa (MiFID) e quanto discusso nella letteratura economica, attraverso le analisi di diversi studiosi. Per la precisione, la tolleranza al rischio dell'investitore rilevata attraverso i comportamenti (decisione di investire in azioni o meno, orizzonte temporale di riferimento o altre scelte di portafoglio) non rispecchia sempre la tolleranza al rischio misurata dal consulente finanziario mediante il questionario. Questo significa che la discordanza tra l'atteggiamento nei confronti del rischio che si intuisce dai comportamenti dell'investitore e l'atteggiamento verso il rischio dedotto dal consulente finanziario mostra l'incompletezza e l'inefficienza dei questionari di profilatura così come stabiliti dalla normativa e lascia spazio ad interventi migliorativi per colmare tale divario.

Uno studio della Consob condotto da Linciano e Soccorso mira, attraverso l'analisi dei questionari di un campione di 20 intermediari italiani, a valutare la strutturazione e i contenuti dei questionari, oltre ai profili linguistico-testuali, sulla base delle evidenze riscontrate in letteratura. Il risultato principale ottenuto dallo studio, relativo ai contenuti dei questionari, riguarda la coerenza dei questionari con quanto stabilito dalla normativa,

---

<sup>85</sup> Articolo 55, paragrafo 1, regolamento (UE) 2017/565.

<sup>86</sup> Articolo 54, paragrafi 4 e 5, regolamento (UE) 2017/565.

ma un disallineamento con quanto rilevato in letteratura, mediante l'analisi delle scelte e dei comportamenti degli investitori<sup>87</sup>. Questo evidenzia il fatto che molti intermediari e consulenti finanziari utilizzano i questionari solamente come un obbligo di legge cui adempiere, senza impegnarsi a adattarli alla tipologia di clientela a cui si rivolgono e ai prodotti finanziari offerti, limitando quindi la loro efficacia nel consentire al consulente di prestare le raccomandazioni più adeguate ad ogni specifico cliente.

Tuttavia, si evidenzia anche che le previsioni della MiFID in materia di questionari presentano dei limiti nella chiarezza, nella comprensibilità e nella sufficienza dei contenuti. Dalla letteratura emerge infatti che i tre temi delle conoscenze ed esperienze del cliente, della sua situazione finanziaria e degli obiettivi di investimento vengono ampliati e dettagliati, con maggior riferimento alla rilevazione della tolleranza al rischio e agli aspetti comportamentali degli investitori.

Per quanto riguarda il primo tema (**esperienze e conoscenze dell'investitore in materia di investimenti**), l'acquisizione delle informazioni relative alle conoscenze del cliente è spesso distorta, a causa dell'inaffidabilità degli investitori che sopravvalutano le proprie abilità e della riluttanza ad ammettere il loro effettivo livello di educazione finanziaria. Per di più molte volte i questionari fanno affidamento sull'autocertificazione da parte del cliente stesso delle proprie conoscenze. Di conseguenza, la letteratura considera più ragionevole verificare la conoscenza di concetti di base del funzionamento dei mercati, quali il *trade-off* tra rischio e rendimento e il principio di diversificazione degli investimenti. Successivamente si possono anche porre domande relative a prodotti finanziari specifici. L'esperienza dell'investitore dovrebbe essere positivamente correlata con le sue conoscenze dei mercati e dei prodotti finanziari; tuttavia, la finanza comportamentale<sup>88</sup> dimostra che le scelte di investimento passate influenzano l'approccio degli investitori verso nuovi investimenti: per esempio, una positiva esperienza di investimento passata può generare *overconfidence* ed ottimismo e quindi maggiore propensione ad assumere rischi. Pertanto, il consulente deve monitorare anche questi comportamenti al fine di una migliore analisi del cliente. Infine, l'istruzione e la

---

<sup>87</sup> Linciano N., Soccorso P., *La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario*, Consob Discussion papers No.4, 2012.

<sup>88</sup> "La finanza comportamentale è lo studio dei comportamenti delle persone poste di fronte ad alcune scelte economiche e finanziarie" (Legrenzi P., *Psicologia e investimenti finanziari: come la finanza comportamentale aiuta a capire le scelte di investimento*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2006, pag. 1).

professione dell'investitore non sono sufficienti per rilevare la sua tolleranza al rischio e la sua capacità di rischio; altre caratteristiche socio-demografiche, quali il genere, l'età, il nucleo familiare, che la normativa non cita, è rilevante includere nel questionario.

Relativamente al secondo tema, cioè la **situazione finanziaria del cliente**, la letteratura economica considera rilevante valutare con maggior dettaglio il reddito e la ricchezza dell'investitore, in quanto influenzano la sua tolleranza al rischio. Pertanto, i questionari dovrebbero richiedere anche informazioni sul reddito familiare e ad altri impegni finanziari del nucleo familiare, comprese voci di spese regolari come può essere per esempio un mutuo<sup>89</sup>.

L'ultimo tema, relativo agli **obiettivi di investimento**, è quello che presenta maggiori discordanze tra le indicazioni della normativa MiFID e quelle fornite dalla letteratura economica e dalla finanza comportamentale. Il periodo di tempo per il quale l'investitore desidera conservare l'investimento si basa su alcune variabili che il consulente deve conoscere ma che la normativa non menziona: queste variabili sono l'obiettivo di rendimento del cliente, il cosiddetto tasso di sconto soggettivo (cioè il suo livello di impazienza) e le sue esigenze di liquidità. Il legislatore comunitario non definisce, non indica le modalità di misurazione e la differenza tra preferenze in materia di rischio e profilo di rischio. La letteratura ritiene che le preferenze in materia di rischio indichino l'atteggiamento che l'investitore ha verso il rischio (cioè la sua preferenza ad investire in determinati prodotti finanziari sulla base delle caratteristiche di rischio e rendimento che presentano), mentre considera il profilo di rischio come la sua capacità emotiva di assumere rischio, cioè come una caratteristica psicologica (rischio soggettivo). La normativa crea confusione dal momento che inserisce la parte relativa alla tolleranza al rischio tra gli obiettivi di investimento e inoltre non disciplina la rilevazione dell'avversione alle perdite e al rischio, considerata invece imprescindibile dalla finanza comportamentale. La finalità dell'investimento, infine, risente, secondo la finanza comportamentale, della contabilità mentale degli individui, che sarà trattata in modo più approfondito nel prossimo paragrafo.

Il tema dei limiti dei questionari della MiFID è stato affrontato nel corso degli anni da molti esperti in materia e con diverse modalità, e numerosi sviluppi futuri sono sicuramente

---

<sup>89</sup> Linciano N., Soccorso P., *La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario*, Consob Discussion papers No.4, 2012.

all'orizzonte, con riferimento sia al comportamento irrazionale e imprevedibile degli investitori, sia ai temi caldi della sostenibilità e della digitalizzazione già citati nel corso di questo elaborato. Le ricercatrici italiane Mazzoli e Marinelli cercano di capire il modo in cui le imprese di investimento, gli intermediari e i consulenti finanziari elaborano il questionario, stante le indicazioni della MiFID, attraverso un'analisi cosiddetta *Heckit two-steps*, secondo la quale il problema del consulente finanziario è capire un processo che è costituito da due step consecutivi, il primo chiamato *risk-holding* (in cui il cliente decide se investire in attività finanziarie rischiose) e il secondo noto come *risk-allocation* (in cui il cliente decide quanto investire)<sup>90</sup>. Anche Mazzoli e Marinelli rilevano che il portafoglio di molti investitori ha un'esposizione al rischio che non è coerente con il loro effettivo profilo di rischio misurato dal questionario MiFID; trovano infatti che ci sono variabili diverse che spiegano i due momenti del processo *Heckit two-steps* e che influenzano la tolleranza al rischio degli investitori. È prevedibile che un consulente soddisfi tutte le richieste della MiFID in tema di strutturazione del questionario, ma che non riesca a fornire al cliente una raccomandazione adeguata. Ci sono infatti alcuni aspetti riguardanti i clienti che non sono esplicitati dalla MiFID, ma che sono indispensabili per comprendere il loro atteggiamento nei confronti del rischio.

Le due ricercatrici analizzano un campione di 1149 soggetti intervistati nell'indagine della Banca d'Italia sul reddito e sulla ricchezza delle famiglie del 2008, selezionati tra quelli che riscontrano un allineamento tra la percezione e la misurazione della tolleranza al rischio. I risultati che ottengono mostrano che la decisione di investire è spiegata da variabili diverse rispetto alla decisione su quanto investire. La scelta di investire in attività rischiose (*risk-holding*) è infatti influenzata dalle caratteristiche socio-demografiche dell'individuo, in particolare dall'età e dallo stato civile. La maggiore anzianità è associata ad una minore inclinazione ad investire in attività rischiose, mentre accade il contrario per gli individui sposati. Altre variabili di *background*, come lo stato di impiego, la proprietà di un immobile e le condizioni economiche generali hanno un impatto significativo nella scelta di detenere attività rischiose. Invece, per quanto riguarda la scelta di quanto investire, solamente il livello di reddito e gli altri impegni finanziari (i debiti contratti da un individuo) hanno un impatto significativo, positivo il primo e

---

<sup>90</sup> Mazzoli C., Marinelli N., *Determinants of Risk-Suitable Investment Portfolios: Evidence from A Sample of Italian Householders*, Journal of Economic & Financial Studies, Vol. 02, No. 01, pp. 50-63, 2014.

negativo il secondo, sulla *risk-allocation*. Dopo aver identificato le variabili che dovrebbero essere presenti nei questionari MiFID al fine di una efficace profilazione della clientela, Mazzoli e Marinelli analizzano un campione di 25 questionari, appartenenti ai maggiori gruppi finanziari italiani, per capire quali di queste variabili sono presenti nei questionari. L'indagine rileva che nessuno dei 25 questionari MiFID chiede l'età dei soggetti e solo il 12% e il 48% delle imprese finanziarie del campione considera significativi rispettivamente lo stato civile e lo stato di impiego dei clienti. Inoltre, solo il 40% chiede informazioni approfondite sul reddito e il 36% sugli altri impegni finanziari rilevanti. Invece, nel 96% dei questionari analizzati sono presenti domande sull'educazione finanziaria e sulla tolleranza al rischio, tuttavia in entrambi i casi il modo in cui sono poste non garantisce una affidabile profilazione dei clienti. Per quanto riguarda la tolleranza al rischio, complice anche la difficoltà nella sua valutazione, nel 72% degli individui del campione iniziale non c'è allineamento tra la tolleranza al rischio rilevata mediante il questionario MiFID e il comportamento effettivo degli investitori<sup>91</sup>, il che evidenzia i miglioramenti che nel 2014, anno di pubblicazione del paper di Mazzoli e Marinelli, sono necessari in questo campo.

Per concludere, i questionari di profilatura della clientela rappresentano uno strumento indispensabile per i consulenti finanziari e gli intermediari per valutare le caratteristiche degli investitori, con l'obiettivo di fornire le raccomandazioni a loro più adeguate. Tuttavia, a livello normativo, i questionari non sono disciplinati in modo efficiente, dal momento che presentano molte difformità con quanto rilevato dalla letteratura economica e mediante lo studio dei comportamenti degli investitori. Per di più, la strutturazione e l'elaborazione dei questionari, come mostrano Linciano e Soccorso, viene solitamente affidata al personale interno degli intermediari, che il più delle volte non ha sostenuto dedicati percorsi di formazione. Ciò evidenzia la mancanza in questi soggetti di competenze specifiche che rischia di compromettere la validità del questionario.

---

<sup>91</sup> Mazzoli C., Marinelli N., *Determinants of Risk-Suitable Investment Portfolios: Evidence from A Sample of Italian Householders*, Journal of Economic & Financial Studies, Vol. 02, No. 01, pp. 50-63, 2014.

### **3.2.2. Le linee guida dell'ESMA**

Al fine di ottemperare ai limiti della normativa, l'ESMA pubblica delle linee guida su alcuni aspetti della valutazione di adeguatezza e della profilatura della clientela, dapprima nel 2012, successivamente modificati nel 2018 a seguito della MiFID II. Una corretta profilatura della clientela garantisce una efficace protezione del cliente e consente al consulente finanziario di valutare i prodotti e le operazioni finanziarie più coerenti con il suo profilo. L'obiettivo di questi orientamenti dell'ESMA è quello di fornire chiarezza e maggiore dettaglio sull'acquisizione delle conoscenze del cliente e sul processo di valutazione dell'adeguatezza, contribuendo a garantire e a facilitare il rispetto delle norme da parte degli intermediari e dei consulenti finanziari e rafforzando di conseguenza la tutela dell'investitore<sup>92</sup>.

Entrando nel dettaglio delle linee guida, l'Orientamento generale numero 1 afferma che lo scopo della valutazione di adeguatezza è permettere all'intermediario o al consulente di agire nel migliore interesse del cliente. Spetta a loro quindi effettuare la valutazione e spiegare al cliente l'importanza della precisione, della completezza e dell'aggiornamento delle informazioni che fornisce. Qualora le informazioni fornite dovessero essere imprecise, insufficienti, oppure mancare completamente, l'intermediario o il consulente non possono prestare il servizio di consulenza.

L'Orientamento numero 2 specifica che intermediari e consulenti devono adottare politiche e procedure adeguate che gli permettano di raccogliere informazioni essenziali sui loro clienti. L'ESMA introduce così la possibilità di utilizzare i questionari, anche in formato digitale, che siano comprensibili e consentano ai clienti di rispondere correttamente. In particolare, nell'elaborazione del questionario, intermediari e consulenti devono porre attenzione a non utilizzare un linguaggio troppo tecnico, impreciso o confuso; devono evitare di raccogliere informazioni di diverso tipo mediante un'unica domanda; non dovrebbero includere la possibilità di non rispondere (ancor più nelle domande relative alle conoscenze e alla situazione finanziaria del cliente); infine, per non compromettere l'efficacia delle risposte, devono ordinare attentamente le domande (ad esempio, è più conveniente chiedere la fascia di reddito del cliente dopo le domande relative alla tolleranza al rischio, in quanto potrebbe influenzare il modo in cui il cliente risponde).

---

<sup>92</sup> *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II*, ESMA, 2018.

Nell'Orientamento numero 3 si introduce il principio di proporzionalità, per cui la portata delle informazioni da richiedere al cliente può variare e dipendere dalle caratteristiche del servizio di consulenza, dalla tipologia di operazioni e prodotti finanziari che l'intermediario e il consulente possono prestare, dalle caratteristiche e dalle esigenze dei clienti. Tra gli orientamenti di supporto, l'ESMA fornisce delle spiegazioni più dettagliate riguardo al principio di proporzionalità. Per esempio, se un cliente richiede una consulenza sull'intero portafoglio finanziario, il consulente dovrebbe ricavare informazioni dal cliente in maggiore quantità e precisione rispetto ad un cliente che richiede una consulenza più specifica. Oppure, se un cliente senza esperienza in materia di investimenti o con un basso livello di educazione finanziaria richiede una consulenza, è opportuno che il consulente raccolga informazioni più dettagliate. Ancora, il consulente dovrebbe richiedere maggiori informazioni relative alla situazione finanziaria del cliente nel caso in cui quest'ultimo abbia diversi obiettivi di investimento, anche a lungo termine. L'Orientamento numero 4 dichiara di non fare affidamento sulle autovalutazioni del cliente e pone in capo a intermediari e consulenti di adottare tutte le misure e gli strumenti necessari per garantire la coerenza e l'affidabilità delle informazioni raccolte dai clienti. In particolare, le informazioni vanno valutate nel loro complesso, facendo attenzione ad eventuali contraddizioni, ad esempio quando un cliente ha un atteggiamento prudente verso il rischio ma presenta pretenziosi obiettivi di investimento. Invece, per evitare l'autovalutazione del cliente, occorre fare attenzione al modo in cui si pongono certe domande: ad esempio al posto di chiedere al cliente se è capace di sostenere un rischio, è più opportuno chiedergli quanto è disposto a perdere su un singolo investimento o sull'intero portafoglio. Oppure invece di chiedergli esplicitamente se conosce i concetti di diversificazione e il rapporto tra rischio e rendimento, sarebbe più opportuno porgli degli esempi di situazioni concrete per valutare la sua comprensione. La valutazione di adeguatezza è un processo continuo nel tempo, infatti, spetta al consulente, secondo l'Orientamento numero 5, adottare misure e procedure per richiedere al cliente l'aggiornamento e la revisione di determinate informazioni, nonché valutare la frequenza e le modalità di aggiornamento. Il consulente deve fare attenzione al rischio che il cliente aggiorni il proprio profilo solamente per renderlo idoneo ad uno specifico prodotto finanziario che altrimenti non sarebbe coerente con le sue caratteristiche, creando così una potenziale situazione di conflitto di interessi.

L'Orientamento numero 8 stabilisce che intermediari e consulenti devono considerare, ai fini della valutazione di adeguatezza, tutte le informazioni che hanno a disposizione sul cliente e tutte le caratteristiche, i rischi e i costi degli investimenti valutati. A tal fine, essi adottano politiche e procedure che garantiscano la diversificazione dei rischi, la sostenibilità degli investimenti e delle potenziali perdite da parte del cliente, la sua comprensione del rapporto rischio rendimento e dei costi, la prevenzione e la gestione dei conflitti di interesse. Nel caso intermediari o consulenti si avvalgano di strumenti automatizzati nel processo di valutazione dell'adeguatezza, essi devono provvedere a controllare costantemente, ed eventualmente aggiornare, gli algoritmi che determinano la coerenza delle operazioni raccomandate con il profilo del cliente.

Nell'Orientamento numero 9, l'ESMA suggerisce ad intermediari e consulenti di valutare attentamente le alternative, i costi e la complessità dei prodotti di investimento prima di raccomandarli al cliente.

Infine, gli ultimi due Orientamenti, 11 e 12, incaricano gli intermediari e le imprese di investimento rispettivamente a garantire il possesso di conoscenze e competenze dei consulenti e del personale di cui si avvalgono nel processo di valutazione dell'adeguatezza e a garantire la conservazione e la trasparenza di tutta la documentazione relativa alla valutazione di adeguatezza.

I repentini cambiamenti a livello economico, politico e sociale hanno portato l'ESMA a lanciare una consultazione pubblica, agli inizi del 2022, per la revisione delle sue linee guida emanate nel 2018 in materia di valutazione dell'adeguatezza, qui sopra illustrate. Tale consultazione dovrebbe portare ad una evoluzione del processo di valutazione di adeguatezza, soprattutto a seguito delle novità in tema di consulenza finanziaria automatizzata e tecnologie digitali e del nuovo regolamento delegato UE 2021/1253, che si applica a partire da agosto 2022. Quest'ultimo modifica il regolamento delegato UE 2017/565, introducendo tutte le novità in tema di sostenibilità: in particolare viene modificato l'articolo 54 con l'inserimento delle preferenze di sostenibilità tra le informazioni che l'intermediario o il consulente finanziario deve richiedere al cliente al fine di analizzare il suo profilo e raccomandargli le operazioni più adeguate. Questi cambiamenti rendono anche necessario il possesso di nuove conoscenze e competenze da parte dei soggetti che si occupano della valutazione di adeguatezza e di consulenza in materia di investimenti, pertanto intermediari ed imprese di investimento devono provvedere a fornire loro una formazione adeguata ed aggiornata.

### 3.3. I contributi della finanza comportamentale

I ricercatori Pan e Statman argomentano attraverso uno studio empirico<sup>93</sup> che i questionari di profilatura della clientela sono incompleti ed inefficienti per cinque motivi:

- ciascun investitore ha una moltitudine di tolleranze al rischio, dal momento che considera il proprio portafoglio un sistema di conti mentali, ciascuno con uno specifico obiettivo (reddito per la pensione, istruzione, viaggi, abitazione) e di conseguenza con una diversa tolleranza al rischio;
- la rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori è un compito essenziale cui devono adempiere i consulenti finanziari per guidare gli investitori nel processo di investimento; tuttavia, i questionari non riescono a cogliere il legame tra la tolleranza al rischio, misurata attraverso le domande del questionario, e le operazioni effettuate e la reale composizione del portafoglio degli investitori;
- la tolleranza al rischio degli investitori varia in base alle circostanze e alle loro emozioni. Per esempio, dopo un periodo di elevati rendimenti azionari, i questionari potrebbero rilevare una maggiore tolleranza al rischio, causata dall'esuberanza e dall'euforia degli investitori;
- la tolleranza al rischio valutata in retrospettiva, col senno di poi, è con molta probabilità diversa dalla tolleranza al rischio valutata in prospettiva. La valutazione effettuata col senno di poi può generare il rimpianto dell'investitore, per non aver compiuto un'azione che avrebbe potuto fare (rimpianto da omissione) oppure per aver fatto un'azione che si è poi rivelata dannosa (rimpianto da commissione);
- è importante che, oltre alla tolleranza al rischio, il consulente finanziario sia a conoscenza e comprenda le altre propensioni dell'investitore (l'*overconfidence*, la fiducia, la soddisfazione, le sue emozioni), capaci di influenzare la tolleranza al rischio, al fine di prestare una efficace consulenza in materia di investimenti e creare un solido rapporto con il cliente.

Diverse ricerche empiriche hanno dimostrato che gli investitori non sono perfettamente razionali, come invece sostiene la teoria finanziaria classica. Gli investitori infatti sono

---

<sup>93</sup> Pan C.H., Statman M., *Questionnaires of Risk Tolerance, Regret, Overconfidence and Other Investors Propensities*, Journal of Investment Consulting, Vol. 13, No. 1, pp. 54-63, 2012.

soggetti ad errori di ragionamento e di valutazione, decidono sulla base di preferenze mutevoli, non sono in grado di acquisire ed elaborare in modo efficiente tutte le informazioni disponibili ed agiscono adottando le cosiddette euristiche, cioè scorciatoie mentali che permettono di semplificare e ridurre la complessità dei problemi. Alcuni di questi comportamenti più comuni sono per esempio la tendenza degli investitori a diversificare aumentando il numero di titoli in portafoglio invece che selezionare titoli diversi e poco correlati, oppure il fatto che molti investitori inseriscono nel portafoglio i titoli delle società per cui lavorano, o ancora la tendenza ad imitare le scelte della maggioranza degli investitori ovvero di investitori che hanno ottenuto buone performance. Dello studio di tutti questi errori e della psicologia cognitiva (cioè lo studio dei processi di elaborazione delle informazioni) si occupa la finanza comportamentale, la quale si propone di spiegare i comportamenti degli investitori<sup>94</sup>.

I questionari di profilatura della clientela, così come suggeriti dalla normativa MiFID, non sono quindi sufficienti per delineare il profilo dell'investitore, in particolare la sua tolleranza al rischio, in quanto non tengono conto degli aspetti comportamentali oggetto di studio della finanza comportamentale. Invece, come evidenziato dalla letteratura, gli errori e le distorsioni comportamentali degli investitori (alcune delle più comuni vengono approfondite a breve) possono influenzare la relazione tra il consulente ed il cliente fino a minare il rapporto di fiducia. "Se il cliente viene seguito nelle sue scelte, è opportuno che chi lo segue padroneggi tutti i lati del triangolo consulente-cliente-portafoglio. Una dieta fatta solo di preparazione tecnica sui prodotti non è molto sana"<sup>95</sup>. Il consulente finanziario non può non considerare tutti questi aspetti nel prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti. In questo contesto, diventano di fondamentale importanza le sue due principali funzioni, cioè quelle di educatore e di fiduciario, nell'atto di correggere i comportamenti irrazionali del cliente, aiutandolo ad orientarsi tra i molteplici prodotti finanziari in circolazione, ad interpretare le informazioni in modo corretto e a gestire le emozioni per massimizzare l'efficacia delle proprie decisioni. A tal proposito Linciano, nel Quaderno di Finanza numero 66 della Consob, considera la consulenza finanziaria come uno strumento capace di correggere le distorsioni nelle

---

<sup>94</sup> 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 Consob n. 66, 2010.

<sup>95</sup> Legrenzi P., *Psicologia e investimenti finanziari: come la finanza comportamentale aiuta a capire le scelte di investimento*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2006, pag. 201.

scelte di investimento e assegna al consulente finanziario il ruolo di orientare le scelte dei clienti, arginando gli effetti degli errori cognitivi che si manifestano con più frequenza in condizioni di incertezza. “Lo sviluppo di un’attività di consulenza fondata sulla logica del ‘servizio al cliente’ sembra costituire, dunque, un complemento indispensabile per il potenziamento dell’efficacia delle norme regolamentari a tutela dell’investitore e per il contenimento degli errori comportamentali più diffusi. Gli studiosi di finanza comportamentale hanno indicato i temi rispetto ai quali i consulenti dovrebbero adoperarsi per orientare correttamente le scelte dei clienti, con particolare riferimento agli errori cognitivi derivanti dall’utilizzo delle euristiche e dal peso dei fattori emotivi”<sup>96</sup>. L’investitore presenta dei limiti cognitivi che lo portano a commettere errori nell’effettuare operazioni finanziarie. Il consulente finanziario, consapevole di questo, deve agire nell’interesse del cliente e rappresentare la sua guida nel compimento di scelte che siano il più razionali possibili e scevre da influenze emotive.

### **3.3.1. Le anomalie comportamentali**

Gli investitori non agiscono con razionalità ma sono emotivi. Le loro preferenze e le loro decisioni non sono stabili e coerenti, bensì variano a seconda del contesto decisionale, della quantità e della qualità delle informazioni che hanno disposizione, nonché delle loro inclinazioni e del loro umore. Pertanto, le scelte degli investitori risentono di distorsioni comportamentali che conducono a decisioni sbagliate, azioni dannose per i loro stessi interessi, che possono causare una riduzione del valore del loro portafoglio.

Sono necessarie due brevi considerazioni prima di procedere ad illustrare le più comuni anomalie comportamentali. Innanzitutto, le anomalie comportamentali e gli errori decisionali che commettono gli investitori non devono essere considerati delle patologie, quanto piuttosto dei normali e naturali comportamenti, a cui talvolta possono essere soggetti anche i consulenti<sup>97</sup>. Il compito del consulente finanziario è quello di prevenire tali errori, permettere al cliente di riconoscerli e comprenderli se già commessi, provvedere alla loro correzione attraverso il cosiddetto *debiasing*. In secondo luogo, occorre premettere che l’educazione finanziaria non è sufficiente ad aumentare la

---

<sup>96</sup> 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 Consob n. 66, 2010.

<sup>97</sup> Alemanni B., *Finanza comportamentale: Scoprire gli errori che ci fanno perdere denaro*, Egea, Milano, 2020, pag. 16.

probabilità che l'investitore faccia scelte razionali. Le conoscenze e le competenze in materia di investimenti, mercati e prodotti finanziari aiutano ma non bastano all'investitore per evitare di commettere errori.

L'economista canadese Shefrin, uno dei pionieri della finanza comportamentale, in un suo libro in cui spiega gli errori comportamentali più frequenti nella finanza aziendale e fornisce utili suggerimenti per evitarli, suddivide i fenomeni psicologici che portano gli individui a commettere errori durante il processo decisionale in tre gruppi: i cosiddetti *bias* cognitivi, le euristiche e l'effetto del *framing*<sup>98</sup>.

### **3.3.1.1. I *bias* cognitivi**

Tra i *bias* (intesi come predisposizione agli errori) cognitivi egli inserisce l'ottimismo, l'*overconfidence*, il *bias* di conferma e l'illusione di controllo. L'eccessivo ottimismo porta l'investitore a formulare previsioni alterate verso scenari positivi, sovrastimando la probabilità di risultati favorevoli. L'*overconfidence*, una cui forma è proprio l'eccessivo ottimismo, riguarda la sovrastima delle proprie abilità e delle proprie conoscenze, per cui l'investitore si ritiene molto più intelligente e capace di quanto sia in realtà. Ciò implica un eccesso di convinzione e sicurezza e una inferiore percezione del rischio nel momento di prendere decisioni finanziarie. Il consulente finanziario, quando somministra ai propri clienti i questionari di profilatura, deve essere in grado di riconoscere questi due *bias* e di limitare i loro effetti negativi, in quanto alterano la tolleranza al rischio dell'investitore. L'illusione del controllo può essere considerata una manifestazione dell'*overconfidence* e rappresenta la tendenza dell'investitore a sopravvalutare il livello di controllo sui risultati e le proprie abilità personali rispetto all'importanza della fortuna e della casualità. Il *bias* di conferma è una distorsione molto diffusa basata sulla tendenza dell'investitore a sopravvalutare le informazioni e le evidenze che confermano le sue scelte e ad ignorare invece le informazioni e le ragioni che le contrastano. Questo *bias* deriva dal fenomeno della cosiddetta dissonanza cognitiva, cioè una modalità di comportamento in cui l'individuo che deve scegliere tra due alternative tende ad enfatizzare gli aspetti positivi di ciò che ha scelto e gli aspetti negativi dell'altra opzione. In questo modo cresce la sua convinzione di aver fatto la scelta giusta, ma così facendo sottovaluta le criticità e le caratteristiche negative di ciò che ha scelto. Un esempio è quando un investitore deve

---

<sup>98</sup> Shefrin H., *Finanza aziendale comportamentale: Decisioni per creare valore*, APOGEO, Milano, 2007, capitolo 1.

scegliere se investire in un fondo obbligazionario (poco rischioso ma con bassi rendimenti) oppure in un fondo azionario (più rischioso ma con rendimenti elevati): egli potrebbe focalizzarsi sulla dimensione del rischio, senza tenere conto dei rendimenti, per cui il fondo obbligazionario apparirebbe migliore e ciò genererebbe nell'investitore la convinzione di aver preso la decisione corretta<sup>99</sup>.

Esistono molti altri *bias* cognitivi. Senza voler essere esaustivi e per sola finalità di importanza e rilevanza per la consulenza finanziaria si citano il cosiddetto *projection bias*, cioè l'errore per cui l'investitore proietta nel futuro le proprie preferenze ed emozioni attuali; *attribution bias*, ossia la tendenza dell'investitore di imputare la responsabilità per aver compiuto scelte sbagliate a terze parti; *l'home bias*, per il quale tra diverse alternative l'investitore sceglie quella che è a lui più familiare (per esempio l'attitudine degli investitori ad investire nei mercati del proprio paese); la persuasione e la pressione sociale, per cui l'investitore imita le scelte di altri soggetti (fino al punto di fidarsi degli altri anche se consapevole che stanno sbagliando) oppure modifica le proprie opinioni e attitudini condizionato dai comportamenti e dai giudizi altrui.

### **3.3.1.2. Le euristiche**

Il secondo gruppo di anomalie comportamentali sono le euristiche, cioè delle regole intuitive molto approssimative che tendono a minimizzare la complessità di un problema, comportando il rischio di generare errori. Le tre principali euristiche sono la disponibilità, la rappresentatività e l'ancoraggio. L'euristica della disponibilità si riferisce a quando gli individui, per acquisire informazioni, si basano su ciò che è più facile da ricordare. La raccolta delle informazioni è cioè distorta dalla familiarità e dalla notorietà di queste, dalla semplicità con cui si possono costruire scenari (cosiddetta recuperabilità) e dalla correlazione indotta, ossia dalla presunta relazione tra eventi che in realtà sono indipendenti. Linciano, nel Quaderno di Finanza 66 della Consob, fornisce degli esempi, tra cui quello di un analista che, per stimare la probabilità di *default* di una società con determinati sintomi, richiama alla mente casi di società fallite per le stesse cause, senza tener conto di società che invece non sono fallite pur presentando quei sintomi. L'euristica della rappresentatività si riferisce alla tendenza degli individui a stimare la probabilità di un evento sulla base di analogie rispetto ad eventi simili e stereotipi, trascurando le

---

<sup>99</sup> Ferretti R., Rubaltelli E., Rumiati R., *La mente finanziaria: Economia e psicologia al servizio dell'investitore*, Il Mulino, Bologna, 2011, pag. 41.

frequenze oggettive e l'ampiezza del campione. Tra gli errori che ne possono derivare c'è il cosiddetto *gambler fallacy*, errore del giocatore d'azzardo, per cui si sostiene che un evento casuale si verifichi con maggiore probabilità se non si è verificato per molto tempo, applicando così la legge dei grandi numeri a piccoli campioni. L'euristica dell'ancoraggio rappresenta la propensione delle persone a formulare previsioni e giudizi ancorandosi ad un valore iniziale da cui non si discostano. Tale valore iniziale rappresenta l'ancora, per cui le stime successive, anche a seguito di fatti e valutazioni che deviano dal valore iniziale, verranno modificate con difficoltà. Un'altra euristica molto diffusa è l'euristica dell'affetto, in cui la convenienza dell'investitore a prendere delle decisioni è influenzata dalle sue emozioni e dai suoi istinti, talvolta anche dal suo umore in quel momento.

### **3.3.1.3. L'effetto *framing* e l'avversione alle perdite**

Un ulteriore fenomeno che dimostra l'irrazionalità e la vulnerabilità degli investitori è il cosiddetto effetto *framing*, anche noto come effetto inquadramento. Tale distorsione "si verifica quando versioni differenti, ma logicamente equivalenti, di un problema decisionale inducono la persona a modificare la sua decisione"<sup>100</sup>. Da un punto di vista razionale questo fenomeno è inesistente dato che il problema è sostanzialmente identico, anche se non in modo trasparente, ma presentato secondo un inquadramento diverso (per esempio utilizzando un diverso linguaggio oppure inserendo il problema in un contesto differente). Il diverso quadro di riferimento fa sì che l'investitore emotivo si focalizzi solamente sugli aspetti che ritiene rilevanti, distorcendo la lettura e l'analisi del problema.

L'effetto *framing* è considerato un aspetto della più generale teoria del prospetto (*Prospect theory*), sviluppata dagli psicologi israeliani Kahneman e Tversky nel 1979. Questa teoria descrittiva, in maniera opposta alla teoria economica classica secondo cui gli individui ragionano per risultati assoluti, si basa sul fatto che gli individui valutano i risultati di una decisione in relazione ad un punto di riferimento, ragionando su vantaggi e svantaggi, guadagni o perdite, rispetto al loro *benchmark*, che può essere ad esempio la situazione finanziaria al momento della scelta.

La teoria del prospetto ha come conseguenza un'altra anomalia comportamentale, l'avversione alle perdite, secondo cui di fronte ad un guadagno o ad una perdita gli

---

<sup>100</sup> Ferretti R., Rubaltelli E., Rumiati R., *La mente finanziaria: Economia e psicologia al servizio dell'investitore*, Il Mulino, Bologna, 2011, pag. 40.

individui si comportano in modo diverso. L'avversione alle perdite consiste per l'appunto nell'attitudine di un individuo a ritenere che le perdite abbiano un impatto più pesante rispetto ai guadagni, cioè la sua reazione emotiva alle perdite è più forte della reazione a guadagni dello stesso importo<sup>101</sup>. In termini più pratici, il rammarico di un individuo che perde 100 euro è superiore alla soddisfazione del medesimo individuo che guadagna 100 euro. In letteratura è stato stimato che il rapporto tra il dispiacere di una perdita e il piacere di un guadagno dello stesso importo è di circa 2:1, pertanto, affinché un individuo sia indifferente in termini di sensibilità di fronte ad un guadagno o ad una perdita, il guadagno dovrebbe ammontare a circa il doppio della perdita. Questa distorsione, o più correttamente considerata una caratteristica innata della sfera cognitiva delle persone, non si verifica solo nei confronti di guadagni e perdite di denaro, ma vale anche per qualsiasi altro fatto, comportamento, emozione caratterizzato da un segno positivo o da un segno negativo.

L'atteggiamento di avversione alle perdite può dare origine ad alcuni *bias* cognitivi che portano a scelte non razionali né ottimali, di cui uno tra i più diffusi è l'effetto disposizione (*disposition effect*), inteso come la propensione degli investitori a vendere troppo presto i titoli che acquistano valore e a detenere invece troppo a lungo le attività finanziarie con performance negative. Se il titolo che l'investitore detiene in portafoglio è in rialzo, l'avversione al rischio dell'investitore (cioè la sua preferenza per un esito certo rispetto ad un esito rischioso, anche se con un valore atteso maggiore) lo porta a vendere il titolo, attratto da un guadagno sicuro. Se, al contrario, il titolo è in perdita, l'investitore è disposto a conservare il titolo in portafoglio e a posticiparne la vendita, il che, coerentemente con l'avversione alle perdite, gli consente di non realizzare subito le perdite, con la speranza di poterle recuperare<sup>102</sup>. Questo evidenzia che in genere gli investitori sono avversi al rischio se un problema è espresso in termini di guadagni, mentre sono propensi al rischio (nel senso che preferiscono un esito incerto rispetto ad un esito sicuro con maggiore o uguale valore atteso) quando lo stesso problema è presentato in termini di potenziali perdite.

---

<sup>101</sup> <https://www.consob.it/web/investor-education/errori-e-trappole-comportamentali>

<sup>102</sup> 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 Consob n. 66, 2010.

#### 3.3.1.4. La contabilità mentale

Una molto conosciuta e diffusa anomalia del processo decisionale, teorizzata dall'economista statunitense Thaler, che viola l'ipotesi di razionalità dei comportamenti degli individui adottata dalla teoria economica classica, è la contabilità mentale. Thaler mostra infatti che le persone tendono a organizzare le proprie scelte economiche in un sistema di conti mentali, cioè di bilanci separati, per cui esse suddividono a livello mentale il loro denaro in tanti scomparti sulla base della sua provenienza, del suo uso e dei loro obiettivi. Il vantaggio di questo tipo di comportamento è riscontrabile in una maggiore capacità di autocontrollo da parte degli individui; tuttavia, il rischio che corrono è quello di una distorta percezione del loro portafoglio complessivo, dal momento che viene suddiviso e gestito per conti separati e indipendenti. Inoltre, in tal modo essi mostrano livelli di tolleranza al rischio diversi per ciascun conto, a seconda della finalità ad esso assegnata.

Come evidenzia Thaler in un suo lavoro in cui riassume lo stato dell'arte del fenomeno della contabilità mentale nel 1999, i conti mentali in cui gli individui riclassificano il loro denaro si suddividono in tre categorie: le spese, suddivisi in diversi *budget* a seconda della tipologia (ad esempio spese per l'alimentazione, per l'istruzione, per la casa); la ricchezza, che viene separata per liquidità, tipologie di investimento (immobiliare, assicurativo), ricchezza futura (pensione); infine il reddito, per cui rilevano le fonti, cioè la sua provenienza<sup>103</sup>. Relativamente a quest'ultimo punto, gli individui presentano un atteggiamento verso il rischio diverso in base alla provenienza del reddito. Essi sono infatti più propensi a rischiare il denaro conseguito a seguito di una vincita o di entrate occasionali, mentre sono più avversi a rischiare il denaro proveniente per esempio da un aumento di stipendio. Un altro aspetto che Thaler sottolinea è la frequenza con cui i conti mentali sono chiusi e valutati, la quale può essere giornaliera, mensile, annuale e così via, non rispettando quindi criteri razionali ed oggettivi bensì seguendo le regole mentali degli individui. Questo modo di procedere rischia di distorcere la valutazione dei guadagni e delle perdite e quindi la validità delle scelte compiute dagli investitori. Una possibile conseguenza è la cosiddetta avversione miope alle perdite (*myopic loss aversion*), caratterizzata dalla tendenza degli individui a focalizzarsi sulle performance di breve

---

<sup>103</sup> Thaler R.H., *Mental Accounting Matters*, Journal of Behavioral Decision Making, Vol. 12, Iss. No. 3, pp. 183-206, 1999.

periodo, con la paura di vedere perdite e movimentando frequentemente il portafoglio, trascurando invece le prospettive di medio/lungo termine.

La contabilità mentale inoltre influenza le decisioni in materia di pianificazione finanziaria. Gli esperti rilevano che molti investitori *retail* presentano spesso contemporaneamente debiti onerosi e investimenti in asset finanziari non rischiosi. Questa incongruenza è dovuta ai diversi scopi a cui gli individui destinano gli scomparti mentali<sup>104</sup>.

La teoria della contabilità mentale di Thaler è strettamente collegata alla tendenza degli individui a suddividere in modo gerarchico gli investimenti con cui costruiscono il loro portafoglio in base all'importanza che gli attribuiscono. La cosiddetta piramide degli investimenti ripartisce infatti gli investimenti secondo dei livelli crescenti sulla base dei bisogni degli individui e della tipologia di prodotti finanziari che inseriscono nel portafoglio (si veda la figura 3.1). La base della piramide risponde ad un obiettivo di sicurezza e di sopravvivenza dell'individuo, quindi a bisogni di primaria importanza, per cui è costituita da investimenti a basso rischio e basso potenziale di crescita, come investimenti ad alto grado di liquidità, titoli del mercato monetario, depositi oppure assicurazioni. Il secondo livello della piramide è formato da investimenti obbligazionari i quali, con un maggior grado di rischio, forniscono un flusso di reddito più ambizioso, non certo ma prevedibile, necessario per adempiere alle esigenze future. Infine, il livello superiore della piramide, di dimensioni ben più contenute poiché soddisfatto con la ricchezza che avanza dagli strati precedenti, si compone di investimenti altamente rischiosi e con un elevato potenziale di rendimento, destinati ad appagare desideri personali ed esigenze di stima e autorealizzazione dell'individuo. Di conseguenza in quest'ultimo strato mentale della piramide si trovano investimenti in azioni, in titoli esteri e, per gli investitori con un profilo ancora più speculativo, in derivati. Anche in questo caso, la costruzione piramidale del portafoglio ha il vantaggio di separare gli investimenti per rilevanza delle esigenze dell'individuo, ad esempio evitando l'impiego di fondi, necessari per gli obiettivi di sicurezza, per coprire risultati negativi derivanti dagli investimenti rischiosi. Tuttavia, ciò contrasta le ipotesi della teoria finanziaria classica,

---

<sup>104</sup> Alemanni B., *Finanza comportamentale: Scoprire gli errori che ci fanno perdere denaro*, Egea, Milano, 2020, pag. 60.

secondo cui gli obiettivi di investimento vanno considerati insieme a seguito di un'unica politica di investimento<sup>105</sup>.

*Figura 3.1 – La piramide (mentale) degli investimenti*



*Fonte: Alemanni B., Finanza comportamentale: Scoprire gli errori che ci fanno perdere denaro, Egea, Milano, 2020, pag.63.*

### **3.3.2. La personalità degli investitori**

Nella profilatura della clientela, gli intermediari ed i consulenti finanziari devono considerare anche la personalità degli investitori, cioè il loro modo di essere, le loro tendenze e le caratteristiche psichiche che li contraddistinguono. Le informazioni sulla personalità degli investitori sono indispensabili per il consulente nello svolgimento della sua funzione di guida tecnica e soprattutto emotiva dei suoi clienti. Infatti, i tratti della personalità influenzano tutte le scelte di un individuo, comprese le scelte in materia finanziaria, e condizionano inoltre i suoi comportamenti. Questo significa che i tratti della personalità sono collegati agli errori comportamentali che gli investitori commettono quando devono prendere delle decisioni finanziarie, dal momento che, dimostra la letteratura scientifica, diversi tipi di investitori sono associati a diverse anomalie comportamentali.

---

<sup>105</sup> 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 Consob n. 66, 2010.

Esistono diverse teorie sui tratti della personalità e sul loro sviluppo, di cui una tra le più conosciute e validate è la cosiddetta teoria dei Big Five (termine coniato per la prima volta dallo psicologo Lewis Goldberg nel 1992), elaborata dagli psicologi McCrae e Costa, basata su un approccio nomotetico allo studio della personalità, cioè universalmente applicabile a tutti gli individui. Tutte le persone, indipendente dal genere, dall'età o dalla cultura, condividono gli stessi tratti della personalità, i quali differiscono solamente nel loro livello di manifestazione<sup>106</sup>. Il modello dei Big Five (o modello a cinque fattori) consiste nella rappresentazione della personalità di ogni individuo attraverso cinque dimensioni stabili nel tempo, che quindi non possono essere modificate ma contraddistinguono univocamente un solo individuo. I cinque fattori sono l'estroversione, l'amicalità, la coscienziosità, il nevroticismo e l'apertura mentale. Ciascun fattore è caratterizzato da un polo positivo e da un polo negativo; i cinque poli opposti a quelli sopra citati sono, rispettivamente, l'introversione, la sgradevolezza, la negligenza, la stabilità emotiva e la chiusura mentale.

L'estroversione rappresenta il tratto degli individui entusiasti, loquaci e sociali, che si sentono a proprio agio a stare con altre persone. Al contrario, l'introversione è la caratteristica degli individui più riservati, riflessivi, meno propensi ad instaurare relazioni con nuove persone, che non ricercano emozioni negli altri.

L'amicalità, o gradevolezza, è associata ad individui generosi, altruisti, cooperativi, capaci di far sentire gli altri a proprio agio. Il polo negativo dell'amicalità, cioè la sgradevolezza, riguarda persone insensibili, indifferenti ed egoiste.

La coscienziosità rappresenta il tratto di personalità tipico di individui organizzati, responsabili, diligenti e affidabili, sempre preparati e attenti ai dettagli. Il polo negativo si riferisce invece ad individui negligenzi e disordinati.

Il nevroticismo, il cui polo opposto è la stabilità emotiva, è il tratto delle persone ansiose, permalose, emotivamente instabili, facilmente irritabili e che mostrano sentimenti di rabbia, frustrazione, preoccupazione.

Infine, l'apertura mentale, o apertura all'esperienza, riguarda individui curiosi di conoscere sempre cose nuove e varie, creativi e originali, mentre il polo negativo, la

---

<sup>106</sup> Novikova I., *Big Five (The Five-Factor Model and The Five-Factor Theory)*, The Encyclopedia of Cross-Cultural Psychology, First Edition, 2013.

chiusura mentale, è associata alle persone conformiste, convenzionali, con minor sete di interessi e conoscenze, abitudinarie.

Inizialmente il modello di McCrae e Costa presenta solamente tre fattori, l'estroversione, il nevroticismo e l'apertura mentale. In seguito, essi riconoscono altri due fattori, l'amicalità e la coscienziosità, e revisionano il modello includendo sei sfaccettature per ciascun fattore della personalità (tabella 3.1).

Tabella 3.1 – Le sfaccettature della personalità

Fattore	Sfaccettature
Estroversione	Calore, gregarismo, assertività, attività, ricerca di stimoli, emozioni positive
Amicalità	Fiducia, schiettezza, altruismo, conformità, modestia, tenerezza
Coscienziosità	Competenza, ordine, senso del dovere, orientamento al risultato, deliberazione
Nevroticismo	Ansia, ostilità, depressione, autocoscienza, impulsività, vulnerabilità allo stress
Apertura mentale	Fantasia, estetica, sentimenti, azioni, idee, valori

Fonte: Novikova I., *Big Five (The Five-Factor Model and The Five-Factor Theory)*, *The Encyclopedia of Cross-Cultural Psychology, First Edition, 2013*.

Il tema della personalità degli individui non è un argomento di natura solamente psicologica, ma di sempre più interesse e rilevanza nella letteratura economica, dal momento che i tratti della personalità influenzano il modo in cui gli investitori si comportano e prendono decisioni in materia di investimenti. Gli economisti Pan e Statman, attraverso un'indagine ad un campione di più di 2500 persone, analizzano la relazione tra i tratti della personalità degli individui e le loro anomalie comportamentali. Essi rilevano che gli individui con un alto livello di estroversione e apertura mentale hanno una tolleranza al rischio elevata, mentre una bassa tolleranza al rischio è associata a persone con alti livelli di coscienziosità. Gli individui che mostrano un'eccessiva fiducia in sé stessi presentano elevati livelli di estroversione, invece gli individui con una bassa *overconfidence* sono quelli con alti livelli di amicalità. Per quanto riguarda la tendenza al rammarico, questa è limitata negli individui molto estroversi, ma elevata negli individui con alti livelli di coscienziosità. La propensione a concedere fiducia è elevata tra le persone altamente amicali, estroverse e aperte alle nuove esperienze, tuttavia è bassa

nelle persone coscienziose. Infine, i due economisti individuano che gli individui estroversi mostrano soddisfazione riguardo alla loro situazione attuale e alle loro prospettive future, mentre gli individui con un alto grado di apertura mentale sono meno soddisfatti della loro vita. Alcuni dei fattori sono anche correlati tra di loro, per esempio Pan e Statman trovano che la coscienziosità è correlata negativamente con l'estroversione, l'amicalità e l'apertura mentale, però allo stesso tempo l'amicalità è positivamente correlata con l'estroversione e l'apertura mentale. Invece tra estroversione ed apertura mentale non risulta una relazione statisticamente significativa<sup>107</sup>. Il consulente finanziario deve allora tenere in considerazione come la personalità dell'investitore possa influenzare i suoi comportamenti. Pertanto, i questionari di profilatura della clientela devono essere strutturati in modo tale che permettano di rilevare, oltre i *bias* comportamentali, anche i tratti della personalità degli investitori.

La valutazione dei tratti della personalità degli individui attraverso il modello dei Big Five avviene solitamente con la compilazione di un test, in cui viene chiesto all'individuo di valutare quanto si sente descritto da ciascuno dei cinque fattori. Una misura validata e molto breve del modello dei Big Five è il cosiddetto TIPI (*Ten-Item Personality Inventory*), sviluppato dal gruppo di ricercatori e psicologi costituito da Gosling, Rentfrow e Swann. Questo test misura in modo diretto i tratti della personalità. Per esempio, relativamente all'estroversione, i tre studiosi ritengono più semplice ed efficace chiedere direttamente all'individuo quanto è estroverso rispetto a chiedergli se si trova a suo agio con altre persone, se è socievole e ricerca emozioni positive<sup>108</sup>. Il test TIPI si compone di dieci elementi, dieci coppie di aggettivi, che rappresentano i dieci poli (positivi e negativi) del modello dei Big Five. Si tratta di un test molto breve, che richiede soltanto un minuto per essere completato, motivo per cui Gosling, Rentfrow e Swann lo ritengono uno strumento potente per comprendere i tratti della personalità, ma allo stesso tempo lo consigliano di utilizzare solamente per studi brevi oppure quando la personalità non è l'obiettivo principale dello studio. Esistono infatti test molto più strutturati e complessi in grado di studiare con maggiore precisione la personalità degli individui. Inoltre, il vantaggio di fornire alla comunità di ricerca uno strumento sintetico e standardizzato è compensato

---

<sup>107</sup> Pan C.H., Statman M., *Investor Personality in Investor Questionnaires*, The Journal of Investment Consulting, Volume 14, Number 1, 2013.

<sup>108</sup> Gosling S.D., Rentfrow P.G., Swann Jr. W.B., *A very brief measure of the Big-Five personality domains*, Journal of Research in Personality 37, pp.504-528, 2003.

dalla sua inability di misurare tutte quelle sfaccettature e particolarità che caratterizzano la personalità degli individui.

Ai fini della profilatura della clientela, la normativa non fa riferimento alla personalità degli investitori. Di conseguenza, i questionari MiFID non permettono al consulente finanziario di ottenere informazioni a riguardo. È vero che il consulente può conoscere il cliente incontrandolo di persona e dialogando con lui, tuttavia, visti i progressi della letteratura, introdurre nei questionari il test della personalità TIPI può essere utile per avere un profilo del cliente il più completo possibile.

### **3.4. Le scale sulla tolleranza al rischio**

La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori è uno degli obiettivi principali che il consulente finanziario deve perseguire nella profilatura dei suoi clienti. Non solo le caratteristiche socio-demografiche, la situazione finanziaria e l'educazione finanziaria dell'investitore influenzano la sua tolleranza al rischio, ma anche, come visto in precedenza, i suoi comportamenti, le sue emozioni e la sua personalità giocano un ruolo fondamentale. A sua volta, la tolleranza al rischio condiziona le scelte di investimento e il modo in cui l'investitore decide di costruire il suo portafoglio finanziario. I questionari di profilatura della clientela, dunque, devono contenere una serie di domande capaci di rilevare il rischio che ogni singolo cliente è disposto ad accettare quando prende delle decisioni finanziarie.

La valutazione della tolleranza al rischio è un tema non di recente data, oggetto di interesse non solo dei ricercatori e degli accademici ma anche degli investitori stessi. I ricercatori Grable e Lytton spiegano come la tolleranza al rischio è stata nel corso degli anni misurata attraverso diverse, cinque in particolare, metodologie: i dilemmi di scelta, l'utilità attesa, misure oggettive, giudizi euristici e valutazioni soggettive<sup>109</sup>. Inizialmente, negli anni '70 del secolo scorso, la tolleranza al rischio viene rilevata mediante dilemmi di scelta, cioè scenari in cui l'investitore è tenuto ad effettuare scelte rischiose; tuttavia, questo metodo non fornisce evidenze sull'atteggiamento degli investitori nei confronti del rischio. Anche la teoria dell'utilità attesa è un metodo diffuso per valutare la tolleranza al

---

<sup>109</sup> Grable J., Lytton R.H., *Financial risk tolerance revisited: the development of a risk assessment instrument*, Financial Services Review 8, pp.163-181, 1999.

rischio. Essa però si basa sulla razionalità delle preferenze dell'investitore, cioè sulla stabilità e sulla coerenza del suo atteggiamento verso il rischio, e per questo non può rappresentare una misura adeguata ed affidabile, dato il comportamento irrazionale degli individui. La difficoltà a misurare la tolleranza al rischio ha spinto diversi studiosi a testare delle misure oggettive da raccomandare poi ai consulenti finanziari. Nonostante la potenzialità di questa metodologia, i suoi limiti stanno nell'essere descrittiva e non considerare la natura multidimensionale del rischio, nel ritenere che gli investitori agiscano in modo razionale e nella difficoltà a rilevare l'effettivo comportamento degli investitori. Un altro metodo è quello dei giudizi euristici, che tuttavia, come visto anche in precedenza, semplificano e sottovalutano il modo di rilevare la tolleranza al rischio. In molti casi, infatti, i giudizi euristici si basano su tre comuni preconcetti o ambiguità: spesso il rischio è considerato un atteggiamento unidimensionale e costante; i clienti sanno con precisione l'ammontare di rischio finanziario che sono disposti ad accettare; le persone più anziane sono più avverse al rischio rispetto alle persone più giovani<sup>110</sup>.

#### **3.4.1. La scala a 13 domande di Grable e Lytton**

Le quattro soluzioni appena illustrate non risultano quindi perfettamente appropriati per rilevare la tolleranza al rischio di un investitore. Il modo migliore per fare ciò è quello di utilizzare uno strumento di valutazione, per esempio un questionario, specificamente strutturato per misurare la tolleranza al rischio soggettiva, attraverso diversi scenari e situazioni finanziarie. Tale strumento di valutazione deve rispettare dei requisiti: esso deve infatti permettere di coprire una varietà di situazioni finanziarie rischiose in modo multidimensionale, essere coerente e non ridondante, essere interessante da completare, non deve richiedere troppo tempo per essere completato e deve necessariamente mostrare un elevato grado di validità ed affidabilità. Grable e Lytton si muovono proprio in questa direzione, sviluppando e testando una scala di tolleranza al rischio composta inizialmente da 20 domande, poi ridotte a 13 – ampiamente utilizzata da consulenti finanziari, ricercatori e consumatori – alle cui risposte sono attribuiti dei punteggi che valutano complessivamente il livello di tolleranza al rischio dei rispondenti. Attraverso un'analisi fattoriale, i due ricercatori individuano le diverse dimensioni che compongono

---

<sup>110</sup> Cutler N.E., *Three myths of risk tolerance: What clients are not telling*, Journal of the American Society of CLU & ChFC, Vol. 49, Fasc. 1, pag. 33, 1995.

il rischio e di conseguenza eliminano quelle domande che non contribuiscono in modo significativo alla sua misurazione. In tal modo viene assicurato che lo strumento sia breve, non ridondante e coinvolgente nella sua compilazione. Le 13 domande finali misurano la tolleranza al rischio sulla base di tre dimensioni: il rischio di investimento, il rischio speculativo e il rischio come esperienza e livello di comfort. Per misurare la validità della loro scala, cioè se la scala rappresenta realmente la tolleranza al rischio di un investitore, Grable e Lytton chiedono, allo stesso campione di individui a cui è sottoposta la scala di 13 domande, di rispondere alla domanda sulla tolleranza al rischio soggettiva presente nella *Survey of Consumer Finances* (SCF) dal 1983, spesso usata da ricercatori e considerata valida ed affidabile. L'indagine sulle finanze dei consumatori è un'indagine statistica condotta ogni tre anni dalla *Federal Reserve Board* relativamente allo stato patrimoniale, alle pensioni, ai redditi e ad altri aspetti socio-demografici delle famiglie negli Stati Uniti, nonché al loro rapporto con le istituzioni finanziarie. La domanda è la seguente:

“Quale delle seguenti affermazioni in questa pagina si avvicina di più all'ammontare di rischio finanziario che sei disposto a sostenere quando risparmi o fai investimenti?

1. Assumere un notevole rischio finanziario aspettandoti di ottenere cospicui rendimenti;
2. Assumere rischi finanziari superiori alla media aspettandoti di ottenere rendimenti sopra la media;
3. Assumere rischi finanziari medi aspettandoti di guadagnare rendimenti medi;
4. Non disposto a sostenere rischi finanziari”.

Le due scale risultano positivamente correlate, con un coefficiente di circa 0,54, piuttosto moderato. La misura della SCF infatti, formata da una sola domanda, non è capace di rilevare le variazioni tra le diverse dimensioni della tolleranza al rischio, come invece è in grado di fare la scala a 13 domande, che risulta quindi potenzialmente migliore<sup>111</sup>.

Qualche anno dopo aver pubblicato la scala a 13 domande, Grable e Lytton forniscono ulteriori evidenze empiriche sulla sua validità. La validità di una scala di tolleranza al rischio si riferisce alla corrispondenza tra le risposte fornite alle domande che la compongono e l'effettivo comportamento degli investitori. Questo significa che una scala

---

<sup>111</sup> Grable J., Lytton R.H., *Financial risk tolerance revisited: the development of a risk assessment instrument*, Financial Services Review 8, pp.163-181, 1999.

di tolleranza al rischio deve mostrare una correlazione statisticamente significativa con il comportamento degli investitori di fronte a scelte finanziarie. I due ricercatori, dopo aver somministrato la scala a 13 domande ad un campione di individui e averne analizzato le risposte, hanno dimostrato che esiste una relazione positiva e significativa tra il livello di tolleranza al rischio rilevato attraverso i punteggi della scala e l'ammontare di investimenti in azioni. Al contrario, invece, esiste una relazione inversa statisticamente significativa tra il livello di tolleranza al rischio e la quota dei portafogli del campione detenuta in titoli a reddito fisso e in contanti. Pertanto, coloro con un più alto livello di tolleranza al rischio detengono un maggior numero di azioni in portafoglio, mentre coloro che tollerano meno il rischio detengono in prevalenza titoli a reddito fisso e investimenti liquidi<sup>112</sup>. Questo atteggiamento inoltre è in linea con la moderna teoria di portafoglio di Markowitz, secondo cui rischio e rendimento sono collegati da una relazione positiva e l'investitore dovrebbe costruire il proprio portafoglio sulla base della sua tolleranza al rischio. Un investitore, disposto ad accettare un livello più alto di rischio, è più probabile che investa in azioni, dal momento che queste ultime gli permettono di raggiungere rendimenti più elevati.

Uno studio successivo, molto più recente, fornisce evidenza empirica sull'affidabilità e sulla validità della scala di tolleranza al rischio di Grable e Lytton, a quindici anni dalla sua prima pubblicazione. La scala si dimostra sempre robusta e capace di individuare le persone che sono più o meno disposte ad assumere rischi finanziari. Gli alti punteggi che si ottengono nella scala, che rappresentano una più elevata tolleranza al rischio, sono associati ad una maggiore partecipazione azionaria, mentre sono inversamente proporzionali alla detenzione di titoli obbligazionari e titoli liquidi<sup>113</sup>.

Per riassumere quanto visto in questo capitolo, i questionari di profilatura della clientela, strutturati nel modo indicato dalla MiFID, spesso non sono in grado di spiegare l'effettivo comportamento e l'atteggiamento al rischio dell'investitore. I contributi della letteratura economica e della finanza comportamentale hanno rilevato come le caratteristiche socio-demografiche, il comportamento (che comprende i tratti emotivi e psicologici) degli

---

<sup>112</sup> Grable J.E., Lytton R.H., *The Development of a Risk Assessment Instrument: A Follow-Up Study*, Financial Services Review 12, pp. 257-274, 2003.

<sup>113</sup> Kuzniak S., Rabbani A., Heo W., Ruiz-Menjivar J., Grable J., *The Grable and Lytton risk-tolerance scale: A 15-year retrospective*, Financial Services Review 24, pp. 177-192, 2015.

individui e la loro personalità sono indispensabili per avere una conoscenza a tuttotondo del cliente. Aggiungendo questi aspetti nei questionari di profilatura della clientela si genera un duplice vantaggio: per i consulenti finanziari, in quanto la maggior completezza ed efficienza dei questionari permette loro di conoscere meglio i propri clienti e la loro tolleranza al rischio, con la finalità di fornire loro i consigli di investimento più adeguati; per i clienti stessi, poiché il questionario rappresenta una forma di tutela nei loro confronti.

L'osservazione di tutti questi aspetti avviene attraverso analisi empiriche, in cui i ricercatori perseguono risultati e prospettive sulla funzionalità dei questionari. Il prossimo capitolo vuole apportare un contributo a quanto già dimostrato dalla letteratura relativamente all'analisi dei clienti e ad alcune peculiarità della consulenza finanziaria.

## **CAPITOLO 4. Un'analisi empirica del ruolo del consulente finanziario e dei suoi clienti**

### **4.1. Introduzione**

La professione del consulente finanziario non è affatto semplice e richiede conoscenze e competenze molteplici e diversificate. Diversi sono infatti i ruoli che il consulente può ricoprire, come si è visto nei primi due capitoli; inoltre ogni consulente dà un peso diverso a ciascun ruolo – tecnico, educatore, fiduciario – sulla base del suo carattere, delle sue preferenze e del suo modo di approcciare i clienti. Allo stesso modo, ogni cliente presenta caratteristiche e personalità proprie che lo rendono unico, pertanto il consulente deve avere la capacità di instaurare con ognuno di loro un rapporto che permetta ad entrambe le parti, e in particolar modo al cliente, di essere soddisfatti e di raggiungere gli obiettivi pianificati.

La letteratura economica relativa al tema della consulenza finanziaria è molto ampia e numerose ricerche hanno approfondito nel tempo il ruolo del consulente finanziario, il suo rapporto con il cliente e il processo di profilazione di quest'ultimo (in particolare la rilevazione della sua tolleranza al rischio, trattata nel capitolo precedente). È interessante, per dare concretezza e continuità alla letteratura di riferimento, conoscere il punto di vista dei consulenti finanziari e degli investitori oggi, al fine di capire il loro allineamento con quanto dimostrato dalla letteratura economica e individuare eventuali discordanze o opinioni differenti. In questo capitolo, infatti, viene presentato uno studio empirico che si suddivide in due parti: una intervista ad un consulente finanziario e un questionario somministrato ad un campione dei suoi clienti. Sia l'intervista sia il questionario si focalizzano sul tema della consulenza finanziaria e sulle svariate faccettature che presenta questa professione. In particolare si vuole approfondire il ruolo del consulente finanziario, l'analisi dei clienti e il rapporto di fiducia tra consulente e cliente da due prospettive opposte: quella del consulente finanziario e quella dei singoli clienti.

Il capitolo si sviluppa nel seguente modo: nel prossimo paragrafo si illustra e si analizza l'intervista al consulente, evidenziando i collegamenti alla letteratura di riferimento. Poi si introduce il questionario, la sua struttura, i contenuti e le caratteristiche del campione. Si mostrano e si discutono i risultati ottenuti, sempre confrontandoli con i concetti in tema

di consulenza finanziaria dimostrati dalla letteratura economica. Infine l'ultimo paragrafo espone le conclusioni.

## 4.2. Il punto di vista del consulente

Per conoscere il punto di vista di coloro che erogano il servizio di consulenza in materia di investimenti si è effettuata un'intervista ad un consulente finanziario che si è reso disponibile a collaborare per la realizzazione di questa ricerca. Il consulente finanziario in questione appartiene a Fideuram S.p.A., prima banca *private* in Italia e una tra le principali nell'area Euro, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo. Fideuram è specializzata nella gestione del risparmio e nell'offerta di servizi di consulenza finanziaria e nasce come banca *private*, rivolta cioè ad una clientela dotata di risparmi di un certo livello (a partire da 150/200 mila euro, ma anche con portafogli che ben superano il milione), con esigenze sofisticate e che richiede di essere seguita in modo puntuale e tecnicamente avanzato, quindi con un elevato livello di personalizzazione del servizio<sup>114</sup>. L'intervista si è svolta in presenza presso la sede di Mestre, consensualmente registrata e successivamente trascritta ed analizzata. Essa tocca diversi aspetti della professione del consulente finanziario, a partire dagli aspetti più pratici fino alle competenze e alle abilità che deve possedere, al suo modo di comportarsi e di rapportarsi al cliente. La traccia dell'intervista mira a toccare quattro temi principali: il primo riguarda le caratteristiche personali del consulente, in particolare il suo percorso professionale; il secondo riguarda la tipologia e gli aspetti della sua clientela; il terzo tema concerne il ruolo che il consulente ritiene di esercitare e i suoi punti di forza; il quarto tema interessa il rapporto di fiducia con il cliente. Infine viene chiesto al consulente se ha altre considerazioni che ritiene degne di nota. La struttura dell'intervista è riportata in Appendice A.

Entrando nel dettaglio delle informazioni raccolte, relativamente al primo tema, il consulente intervistato lavora in Fideuram da nove anni e dallo stesso tempo nell'ambito della consulenza finanziaria specifica. Egli però è nel mondo della banca da ben trentadue anni e ha ricoperto diversi ruoli, anche importanti, arrivando a perfezionare una conoscenza a tuttotondo degli istituti bancari. Ha poi deciso di entrare in Fideuram per la

---

<sup>114</sup> <https://www.fideuram.it/gruppo>

sua solidità ed affidabilità, portandosi alle spalle un ricco bagaglio di esperienze che gli permettono oggi di essere un punto di riferimento all'interno di Fideuram e nei confronti dei suoi clienti.

#### **4.2.1. La clientela del consulente Fideuram e l'educazione finanziaria**

Il consulente intervistato gestisce circa 150 clienti, eterogenei tra loro sia per caratteristiche del portafoglio sia per esigenze e necessità che dimostrano. Dal punto di vista del portafoglio, egli gestisce clienti con patrimoni che partono da 30 mila euro (Fideuram, quale banca *private*, si occupa generalmente di patrimoni molto più elevati, tuttavia, senza cadere nel classismo, non chiude la porta a clienti più piccoli) fino ai 3 milioni di euro. La composizione dei loro portafogli è diversa, anche in base alla loro tolleranza al rischio, inoltre anche le loro richieste sono varie, dal momento che le esigenze di un cliente con un portafoglio superiore al milione sono complesse e richiedono maggiori sforzi e maggiore attenzione da parte del consulente. Il limite che il consulente evidenzia nella maggior parte degli investitori è la **mancanza di educazione finanziaria**, anche e soprattutto in soggetti con disponibilità importanti o con ruoli importanti (ad esempio il medico), ampliata dal fatto che l'Italia è un paese in cui l'educazione finanziaria è una delle materie meno studiate. Di conseguenza tali clienti delegano completamente il consulente di tutte le scelte per costruire il portafoglio, riponendo in lui una **responsabilità** enorme, perché gli viene permesso di fare quello che vuole con i soldi degli altri. Questo è in linea con quanto dimostrato da Monti e altri<sup>115</sup> in uno studio empirico citato nel secondo capitolo. In generale infatti i consulenti lamentano il fatto che la maggior parte dei clienti delega troppo, facendo percepire un senso di disinteresse, in termini di tempo e di premura, nei confronti dell'analisi delle decisioni finanziarie e della gestione dei propri risparmi. Per questo motivo il consulente intervistato afferma di svolgere il **ruolo di educatore** nei confronti dei suoi clienti: egli infatti si impegna per costruire il portafoglio del cliente, spiegarglielo ed insegnargli i concetti che stanno alla base degli investimenti, cioè il *trade-off* tra rischio e rendimento, la diversificazione, i potenziali rischi. Il consulente vuole in tal modo rendere consapevole il cliente del processo di investimento e delle dinamiche del suo portafoglio, anche per limitare il peso

---

<sup>115</sup> Monti M., Pelligra V., Martignon L., Berg N., *Retail investors and financial advisors: New evidence on trust and advice taking heuristics*, Journal of Business Research 67, pp. 1749-1757, 2014.

della responsabilità che ricade su di lui. Egli inoltre organizza spesso degli incontri/conferenze con i propri clienti ma anche con altri soggetti interessati, in cui, in modo molto informale e semplice, parla di argomenti di attualità in tema finanziario, al fine di sensibilizzare gli individui al mondo della finanza e creare una discussione con i partecipanti incentrata sullo scambio di opinioni e di punti di vista. Dall'intervista si percepisce dunque come per molti clienti, i quali delegano completamente le loro scelte di investimento, la consulenza finanziaria funga da sostituto dell'educazione finanziaria. Invece, quello che emerge dal consulente è che la consulenza finanziaria possa essere considerata un complemento dell'educazione finanziaria, soprattutto per quegli individui che possiedono un discreto livello di cultura finanziaria, i quali riescono a comprendere il modo di agire del consulente e ad instaurare con lui un rapporto paritetico, anche se poi delegano ugualmente le loro scelte per fiducia.

#### **4.2.2. I ruoli del consulente Fideuram**

Dall'intervista affiorano i tre ruoli principali che svolge il consulente finanziario Fideuram: il ruolo tecnico, cioè la gestione del portafoglio e degli investimenti, con l'obiettivo di raggiungere i rendimenti pianificati; il ruolo di educatore, come visto sopra; il ruolo fiduciario. Egli ritiene che la professione del consulente finanziario si stia trasformando in una professione sempre più globale, verso una **consulenza patrimoniale** e non più solo finanziaria, immobiliare o successoria. I clienti gli parlano di tutto, soprattutto di cose che non hanno niente a che vedere con la finanza, si sfogano dei loro problemi, parlano di vacanze, chiedono consigli per cose che non riguardano il loro portafoglio (ad esempio chiedono di un buon dottore, di un bravo notaio). Quindi, nel corso della relazione, l'aspetto tecnico e dei rendimenti diventa marginale: i clienti infatti sanno che le cose possono andare male (come nel caso delle conseguenze della pandemia da Covid-19) e, grazie agli insegnamenti del consulente, imparano che per esempio l'orizzonte temporale è fondamentale per ottenere risultati positivi. Il ruolo tecnico lascia spazio al ruolo fiduciario. Si crea tra consulente e cliente un **rapporto fiduciario globale**, in cui il cliente può fare affidamento al consulente per qualsiasi cosa. Le caratteristiche che il consulente deve possedere sono pertanto la **pazienza** e l'estrema **disponibilità**, perché qualsiasi urgenza, problema o perplessità del cliente deve essere prontamente risolta.

### 4.2.3. Il rapporto di fiducia e le qualità del consulente Fideuram

Sulla scia di quanto dimostrato dalla letteratura, emerge dall'intervista la duplice dimensione del rapporto di fiducia tra il consulente e il cliente: in un primo momento prevalgono gli aspetti tecnici che caratterizzano la professione in senso stretto del consulente finanziario, cioè il cosiddetto scambio vantaggioso. Il primo atto di fiducia è infatti il momento in cui il cliente dà i suoi soldi al consulente. Con il tempo, e con il consolidarsi della relazione, il rapporto fiduciario si focalizza su aspetti relazionali ed emotivi<sup>116</sup>. Il consulente intervistato afferma di percepire la fiducia quando il cliente comincia ad aprirsi con lui, a parlargli di sé stesso, della sua famiglia, dei suoi problemi. Il consulente diventa come uno psicologo per il cliente, riprendendo così la letteratura sul *money doctor* in cui il consulente è visto come una guida emotiva nei confronti del cliente, capace di gestire le sue ansie e le sue paure e prevenire potenziali comportamenti dannosi.

Il principale punto di forza della sua professione – oltre alle condizioni economiche e alla reputazione di Fideuram, tale per cui il tasso di uscita, cioè la percentuale di clienti che cambia banca, è minimo – è quindi senza dubbio la **relazione con il cliente**. Un ottimo rapporto di fiducia diventa più importante del perseguimento dei rendimenti attesi. La capacità del consulente di essere sé stesso, di dimostrarsi trasparente, onesto e sincero favoriscono il consolidarsi della relazione e rendono il cliente più sicuro nell'affidarsi completamente a lui. D'altronde la finalità del consulente non è quella di ingannare il cliente, bensì di aiutarlo; quando le cose vanno male non ci perde solo il cliente, ma anche il consulente. Il rapporto fiduciario si basa sulla condivisione di attività ma anche di problemi e conta molto il modo in cui il consulente si presenta, il suo modo di esporsi, l'empatia che è capace di trasmettere. Un altro punto di forza del consulente Fideuram, che gli permette di migliorare anche la relazione con la clientela, è la sua personalità. Da come si è rilevato discutendo con lui durante l'intervista e da come lui stesso si descrive (attraverso la compilazione del test TIPI sui tratti della personalità), egli è una persona molto estroversa e amicale, capace di mettere a proprio agio chi ha di fronte e di trasmettere positività; è una persona molto coscienziosa, responsabile, affidabile e attento ai particolari, tutte caratteristiche che un buon consulente finanziario deve

---

<sup>116</sup> Cruciani C., Gardenal G., Rigoni U., *Dinamiche di fiducia nella consulenza finanziaria: un'analisi empirica*, Bancaria I, pp.40-58, 2018.

possedere; inoltre, si ritiene una persona emotivamente stabile che, come racconta, grazie alla sua esperienza, ha imparato a gestire le sue ansie e le sue emozioni negative. Infine, è una persona aperta alle nuove esperienze, tratto dimostrato per esempio dall'approccio *digital* verso i suoi clienti, come si vedrà dall'analisi delle risposte al questionario.

La solida esperienza del consulente intervistato lo porta ad affermare che i clienti sono molto poliedrici e non possono essere stereotipati. Ognuno presenta le proprie caratteristiche ed esigenze, per cui anche il consulente deve essere poliedrico e sapersi adattare caso per caso. Anche il **linguaggio del corpo** è fondamentale per mettere a suo agio chi c'è di fronte, ad esempio il consulente dovrebbe evitare posizioni di chiusura o di tenere le mani in tasca; inoltre non può trascurare le tecniche comunicative, quali le parole che utilizza, l'abbigliamento che indossa, le strette di mano. Si tratta non di aspetti tecnici, bensì di presenza, che il cliente può apprezzare e che possono fare la differenza. Allo stesso tempo, il consulente deve osservare e porre attenzione ad ogni piccola sfumatura del cliente, ad esempio quanto è ordinato o quanto gli suona il telefono o la macchina con cui si presenta, poiché ogni minima cosa può avere un impatto sulla relazione. Questi rappresentano dei segnali che il consulente percepisce e riconosce e che deve interpretare per conoscere meglio il cliente. Un aspetto che il consulente Fideuram sottolinea intensamente è la **sensibilità** che nella sua professione deve dimostrare di avere nei confronti del cliente, cioè deve trasmettere leggerezza, emotività e non fermarsi davanti alle apparenze. Dunque, il ruolo del consulente non si incentra solamente su aspetti finanziari, anzi, questi ultimi risultano spesso molto ridotti. I clienti infatti si mostrano più attenti ed interessati agli aspetti relazionali con il consulente finanziario piuttosto che agli aspetti tecnici dei loro investimenti, cioè ai rendimenti attesi, alla volatilità e alle correlazioni<sup>117</sup>.

Per concludere, l'intervista al consulente Fideuram fornisce preziose informazioni per comprendere il suo ruolo nei confronti dei clienti. Nella consulenza finanziaria, il cliente è l'elemento centrale, pertanto il ruolo fiduciario in primis e subito dopo il ruolo di educatore sono imprescindibili nella professione del consulente finanziario. Il consulente Fideuram si ritiene un consulente globale in cui gli aspetti fiduciario ed educativo stanno alla base della relazione con il cliente, mentre il ruolo tecnico diventa secondario. La

---

<sup>117</sup> Monti M., Pelligra V., Martignon L., Berg N., *Retail investors and financial advisors: New evidence on trust and advice taking heuristics*, Journal of Business Research 67, pp. 1749-1757, 2014.

complessità e la diversità dei clienti richiedono al consulente non solo di avere adeguate competenze in materia finanziaria, ma di possedere anche importanti qualità come pazienza, disponibilità, trasparenza, empatia, sensibilità. Queste caratteristiche alimentano e consolidano la relazione fiduciaria e aiutano il consulente a gestire le responsabilità che il cliente gli ripone.

### **4.3. Il questionario clienti**

La seconda prospettiva analizzata è quella dei clienti che decidono di affidarsi ad un consulente finanziario per gestire i propri risparmi. In questo caso si è chiesto al consulente Fideuram intervistato di selezionare un campione dei suoi clienti, il più possibile eterogeneo, a cui poter somministrare un breve questionario, che mira ad analizzare diversi aspetti della clientela del consulente. L'obiettivo che si vuole perseguire è quello di studiare un campione di clienti attraverso uno strumento che contenga tutti gli aspetti esaminati dalla letteratura di riferimento che influenzano il profilo del cliente. Si è visto, infatti, come spesso i questionari MiFID, implementati da consulenti e intermediari finanziari per rilevare le caratteristiche dei propri clienti (in particolare il loro livello di tolleranza al rischio), siano incompleti e incapaci di valutare a fondo i vari aspetti degli investitori. Diversi ricercatori hanno quindi affrontato in modo approfondito il tema del disallineamento tra il profilo degli investitori che si desume dall'analisi dei questionari e le loro effettive decisioni e comportamenti in materia finanziaria, dimostrando che i questionari dovrebbero per esempio richiedere le informazioni socio-demografiche dei clienti e somministrare domande volte a cogliere i loro comportamenti non razionali.

#### **4.3.1. Struttura e contenuti del questionario**

Il questionario proposto al consulente, il quale lo ha poi girato ad un campione di 30 clienti da lui selezionati, si compone di poco più di trenta domande. La tipologia di domande non è sempre la stessa, infatti, con lo scopo di mantenere l'attenzione del cliente, ci sono domande a scelta multipla, a risposta multipla, a risposta aperta, domande in cui è richiesto di ordinare delle opzioni, o in cui è richiesto di trascinare una barra di scorrimento interattiva in una scala numerica. Il tempo necessario per compilare il questionario è di circa 10/15 minuti, quindi non eccessivamente lungo, sulla scia delle

indicazioni della letteratura, la quale afferma che i questionari devono essere efficienti, inteso come compilabili in un tempo contenuto per non far perdere al cliente interesse e concentrazione<sup>118</sup>.

Il questionario, riportato in Appendice B, si struttura in diverse sezioni sulla base del contenuto delle domande. Si apre con una sezione di cinque domande che mirano a testare l'educazione finanziaria dei rispondenti. Poi viene proposta la domanda sui Big Five, nella versione del test TIPI (*Ten-Item Personality Inventory*) sviluppata da Gosling, Rentfrow e Swann, per valutare i tratti della personalità dei clienti.

Una terza sezione è quella sulla tolleranza al rischio. Viene omessa la scala di Grable & Lytton a 13 domande, sia per la sua lunghezza, sia perché alcune di queste domande sono già inserite dal consulente Fideuram intervistato nel questionario MiFID che utilizza per la profilazione della sua clientela. La domanda sulla tolleranza al rischio soggettiva chiede direttamente al cliente la sua disponibilità a sostenere rischi finanziari.

Successivamente, il questionario contiene alcune domande relative agli aspetti relazionali e al ruolo del consulente. In seguito c'è la parte sulla fiducia in cui si indagano la fiducia generalizzata, la fiducia verso le istituzioni, la fiducia soggettiva e la trasferibilità della fiducia (qualora il consulente dovesse cambiare banca). Viene proposta inoltre una versione del *Trust Game*, anche per rendere il questionario più stimolante.

Poi, si vuole comprendere l'influenza dei *bias* comportamentali, proponendo alcune domande che mirano a cogliere l'*overconfidence* e l'avversione all'ambiguità dei clienti.

Infine, ci sono le domande demografiche, spesso sottovalutate e omesse dai questionari, in cui, come indicato da Marinelli e Mazzoli (il cui lavoro è citato nel capitolo terzo), vengono chiesti anche lo stato civile e il possesso di un immobile di proprietà.

A lato del questionario, al fine di avere un quadro più completo di ciascun cliente, si è chiesto al consulente di fornire alcuni dati generali di portafoglio relativi ai clienti del campione: la percentuale di azioni e di obbligazioni che costituisce il portafoglio, la durata del rapporto, l'ammontare totale del portafoglio, la diversificazione geografica. Questi dati permettono di rilevare la tolleranza al rischio oggettiva dei clienti. Per tutelare la loro privacy, il consulente ha assegnato un codice identificativo a ciascun cliente. Tale codice

---

<sup>118</sup> Cervellati E.M., Parrella F., Spallone M., *Una proposta di revisione dei questionari per la profilatura della clientela*, Centro Arcelli per gli Studi Monetari e Finanziari della Luiss Guido Carli, 2012.

è stato poi inserito da ciascuno di loro nel questionario, in modo da poter combinare i risultati del questionario con i dati di portafoglio senza risalire alla loro identità.

Una volta chiuso il questionario, si è creato un dataset che combina le due fonti di dati (risposte del questionario e dati di portafoglio) grazie ai codici assegnati ai clienti e si è proceduto con le dovute analisi. L'analisi delle risposte ai questionari è effettuata con i software Excel e Stata. Quest'ultimo ha permesso di eseguire test statistici e di calcolare correlazioni tra variabili.

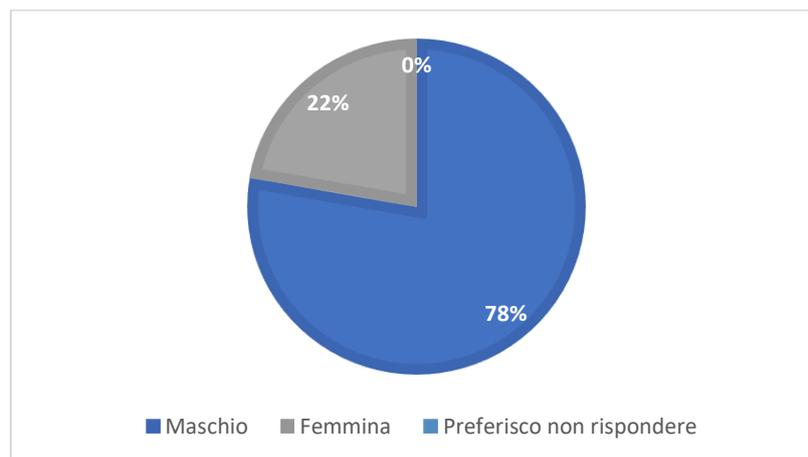
#### 4.3.2. Caratteristiche del campione

Il questionario, aperto il 24 giugno 2022 e chiuso il 18 luglio 2022, è rimasto aperto poco più di tre settimane e ha visto la partecipazione di 27 clienti, con un tasso di risposta pari al 90% dei clienti selezionati e contattati dal consulente.

Il campione analizzato è molto piccolo, infatti non si è riuscito a replicare tutto quello dimostrato dalla letteratura e riportato nei capitoli precedenti; nonostante ciò, alcuni risultati emergono anche su un campione così piccolo, a testimonianza del fatto che alcuni fenomeni sono particolarmente forti e rilevanti. Risultati non significativi non vuol dire che non siano veri, ma che non possono essere provati con i dati a disposizione.

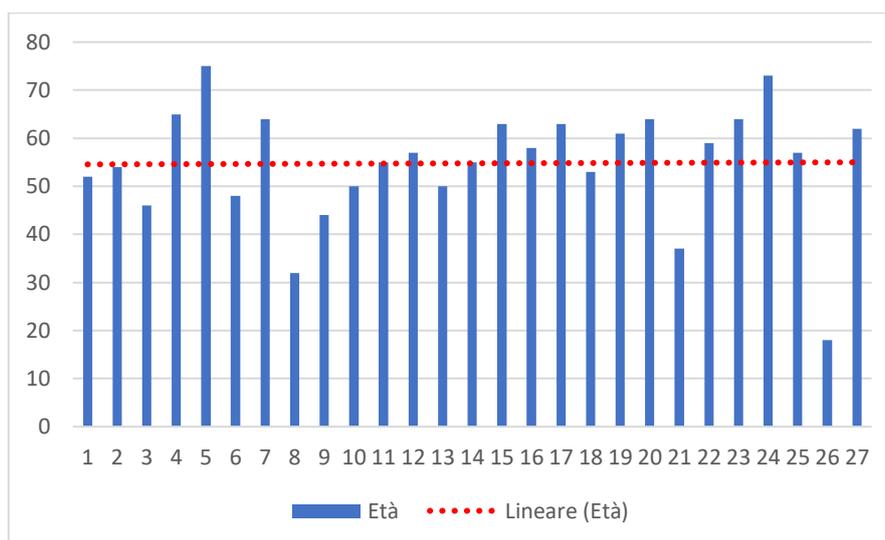
Dei 27 clienti che hanno partecipato al questionario, 21 sono uomini e 6 sono donne. C'è quindi una netta maggioranza del sesso maschile, che rappresenta il 78% del campione. L'età media del campione si attesta sui 55 anni; tuttavia, il consulente Fideuram gestisce diverse generazioni di clienti, infatti, come si può vedere nella figura 4.2, l'età minima del campione è 18 anni, mentre l'età massima è 75 anni.

Figura 4.1 – Genere



Fonte: elaborazione personale

Figura 4.2 – Età



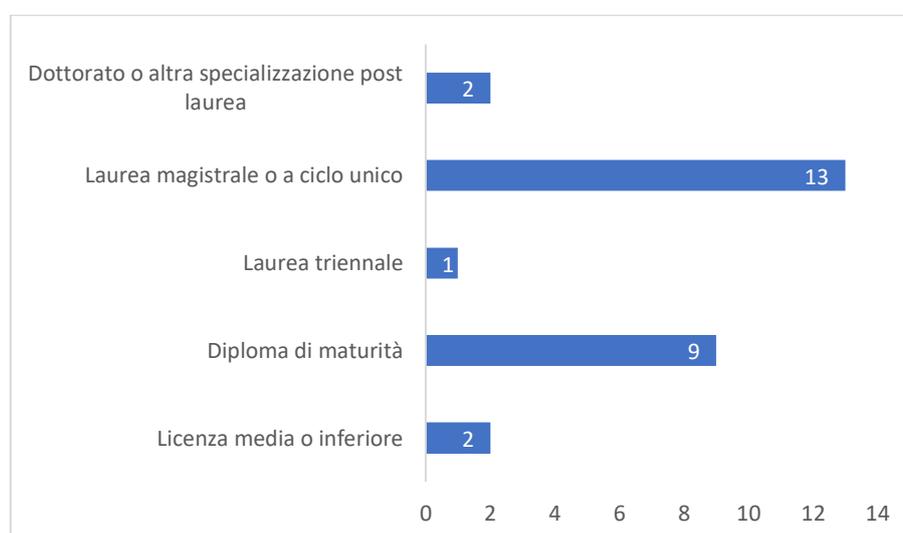
Fonte: elaborazione personale

Poco più della metà del campione è sposata o convivente con il proprio partner; inoltre, la quasi totalità del campione, eccetto tre clienti, possiede un immobile di proprietà.

Per quanto riguarda il livello di istruzione del campione, la maggior parte dei clienti possiede un titolo di laurea magistrale: il 48% dei partecipanti infatti dichiara di possedere un diploma di laurea magistrale o a ciclo unico; di seguito, il 33% dichiara di aver conseguito il diploma di maturità.

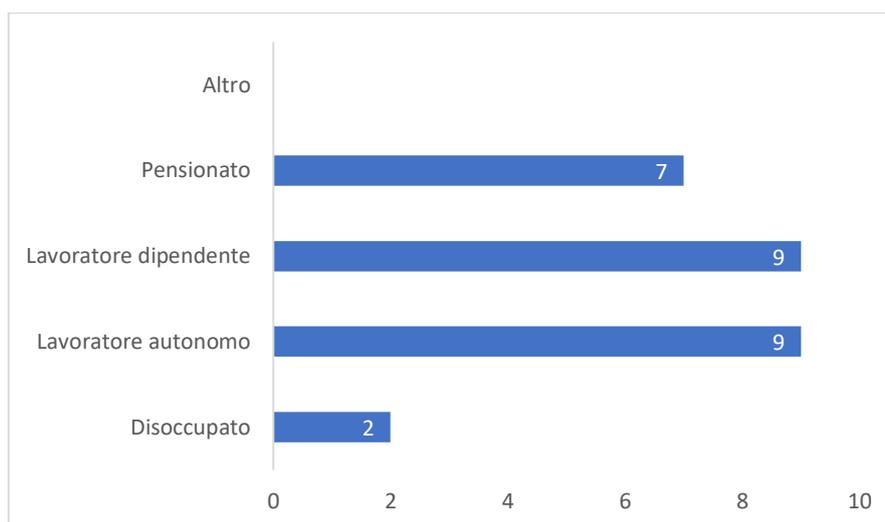
Relativamente all'occupazione, il campione si presenta eterogeneo tra le situazioni di lavoratore dipendente, lavoratore autonomo e pensionato.

Figura 4.3 – Titolo di studio



Fonte: elaborazione personale

*Figura 4.4 – Situazione lavorativa*



*Fonte: elaborazione personale*

I 30 clienti sono stati scelti dal consulente cercando di rappresentare al meglio la varianza del suo portafoglio. Pertanto, l'ammontare totale del portafoglio e la costruzione dello stesso presentano notevoli differenze all'interno del campione. La media del totale dei patrimoni dei 27 clienti che hanno risposto al questionario è di poco superiore a 380 mila euro (tabella 4.1); tuttavia, all'interno del campione si trovano clienti con un patrimonio di poche decine di migliaia di euro e altri il cui patrimonio supera i 2 milioni di euro. Questo rispecchia quanto affermato dal consulente nell'intervista, cioè l'eterogeneità dei suoi clienti e la disponibilità a gestire anche portafogli più piccoli.

*Tabella 4.1 – Dati di portafoglio*

Variabile	Osservazioni	Media	Std. dev.	Min	Max
Totale portafoglio	27	381666.7	506829.3	42000	2250000
Equity portafoglio	27	0.7278	0.1908	0.3	1
Obbligazioni portafoglio	27	0.2722	0.1908	0	0.7
Diversificazione geografica	27	0.7204	0.1012	0.6	0.9
Durata rapporto	27	5.8148	4.6163	1	20

*Fonte: elaborazione personale*

Anche la costruzione del portafoglio è eterogenea, sia dal punto di vista della sua composizione (azioni, obbligazioni), sia per la diversificazione geografica. Tutti i clienti del campione detengono in portafoglio una quota di azioni almeno pari al 30% dello

stesso e la maggior parte di essi (eccetto due clienti) detengono una percentuale di azioni superiore alla percentuale di obbligazioni. Inoltre, la diversificazione geografica è molto elevata, superiore al 60% per ciascun cliente, nel senso che una percentuale maggiore indica componenti di investimento presenti su più paesi.

La durata del rapporto è molto varia, infatti, con una media vicina ai 6 anni, nel campione si trovano due clienti la cui relazione con il consulente prosegue da 20 anni e altri due clienti la cui relazione dura da un solo anno. Provando a correlare la durata del rapporto con la fiducia soggettiva (relativa alla domanda che chiede quanto il cliente si fida del proprio consulente<sup>119</sup>), si ottiene una correlazione positiva (pari a 0.1305), che rappresenta quanto ci si aspetta, poiché, all'aumentare della durata della relazione, la fiducia nel consulente dovrebbe incrementare. Tuttavia, la correlazione non è statisticamente significativa.

*Tabella 4.2 – Correlazione tra durata del rapporto e fiducia soggettiva*

	Durata rapporto	Fiducia soggettiva
Durata rapporto	1	
Fiducia soggettiva	0.1305	1

*Fonte: elaborazione personale*

### 4.3.3. L'educazione finanziaria

Il questionario somministrato presenta una sezione di 5 domande che mira a testare l'educazione finanziaria del campione di clienti. Le domande riguardano concetti fondamentali della finanza, ad esempio la diversificazione, la funzione del mercato finanziario, i tassi di interesse. La percentuale di risposte esatte sul totale delle risposte raccolte, come analizzato nella tabella seguente, ammonta a 80.74% (tabella 4.3).

Tale risultato, alquanto elevato, conferma il ruolo di educatore che il consulente Fideuram ritiene di esercitare nei confronti dei suoi clienti e che emerge dall'intervista a lui effettuata. In particolare, all'ultima domanda, relativa al concetto di diversificazione, hanno risposto correttamente tutti i clienti tranne uno. Questo testimonia l'impegno del consulente ad istruire i suoi clienti sulle nozioni che stanno alla base dei mercati e degli

<sup>119</sup> Si veda l'Appendice B per le domande del questionario.

investimenti finanziari. Una buona educazione finanziaria permette, infatti, ai soggetti di capire meglio il *trade-off* tra rischio e rendimento e la rilevanza della diversificazione.

*Tabella 4.3 – Educazione finanziaria del campione*

Numero domanda	1	2	3	4	5	<b>Totali</b>
Numero risposte esatte	23	19	19	22	26	<b>109</b>
Risposte totali	27	27	27	27	27	<b>135</b>
% risposte esatte	85.19	70.37	70.37	81.48	96.30	<b>80.74</b>

*Fonte: elaborazione personale*

Sostenendo l'ipotesi della consulenza finanziaria come sostituta dell'educazione finanziaria, i clienti, una volta ricevuta la giusta educazione dal consulente, dovrebbero interrompere il loro rapporto, dal momento che potrebbero essere in grado di gestire e investire i propri risparmi autonomamente. Invece, il consulente Fideuram vanta solide relazioni che durano da molti anni, il che lascia supporre che la consulenza finanziaria è un complemento dell'educazione finanziaria, la quale non si limita ad educare il cliente, ma gestisce, come si è visto nel corso della trattazione, anche gli aspetti relazionali e comportamentali.

Si è assegnato un punteggio pari a 1 per ogni risposta esatta e a 0 per ogni risposta sbagliata. Si è calcolata la correlazione tra il punteggio ottenuto da ciascun cliente sulle 5 domande di educazione finanziaria e la percentuale di azioni detenuta da ciascuno di essi in portafoglio (che rappresenta la tolleranza al rischio oggettiva). La correlazione tra le due variabili è positiva – a dimostrazione del fatto che i soggetti con una maggiore educazione finanziaria investono in attività rischiose in misura maggiore e con più consapevolezza, in linea con quanto rilevato in letteratura<sup>120</sup> – anche se non statisticamente significativa.

La stessa cosa si può dire per la correlazione tra l'educazione finanziaria e la diversificazione geografica. Anche in questo caso la correlazione è positiva, tuttavia non statisticamente significativa. Un più alto livello di educazione finanziaria dovrebbe infatti essere associato ad un portafoglio maggiormente diversificato.

---

<sup>120</sup> Calcagno R., Monticone C., *Financial literacy and the demand for financial advice*, Journal of Banking & Finance 50, pp. 363-380, 2015.

Tabella 4.4 – Correlazione tra educazione finanziaria e alcune variabili

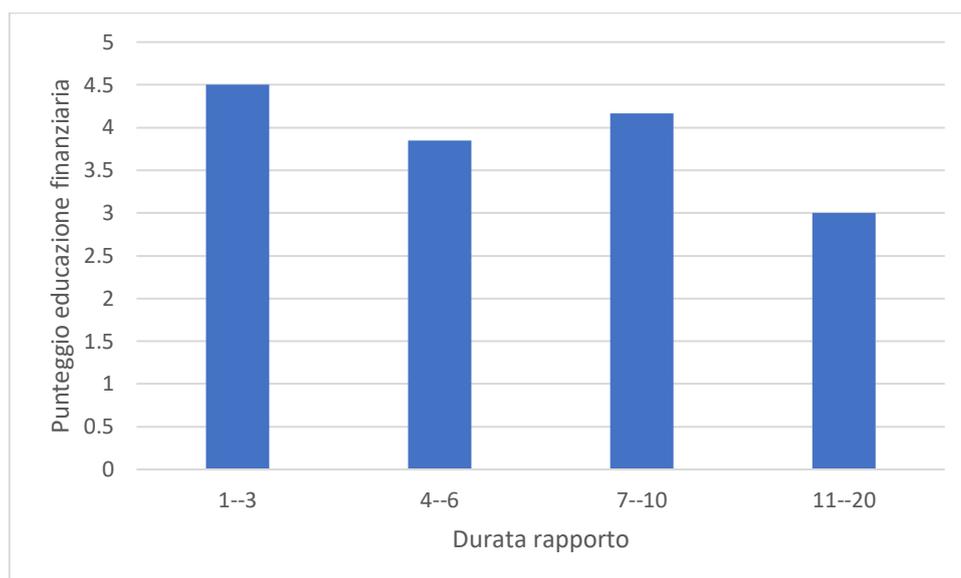
	Educazione finanziaria
Equity portafoglio	0.1090
Diversificazione geografica	0.1542
Durata rapporto	-0.2629

Fonte: elaborazione personale

Per il campione analizzato, non si può invece dimostrare la relazione positiva tra l'educazione finanziaria e la durata della relazione che si può dedurre dall'intervista al consulente. I clienti, la cui relazione con il consulente perdura da molti anni, dovrebbero possedere maggiori conoscenze e competenze in materia finanziaria. In questo caso, tuttavia, probabilmente a causa dell'esiguità del campione, la correlazione è negativa, pari a -0.2629 (tabella 4.4).

Entrando nel dettaglio di quest'ultimo punto, si è suddivisa la durata della relazione in cluster di anni, i quali sono stati confrontati sulla base dell'educazione finanziaria media. Come si nota dalla figura 4.5, si conferma la tendenza leggermente negativa dell'educazione finanziaria al crescere della durata della relazione con il consulente. Emerge, dunque, come afferma il consulente nell'intervista, un effetto molto forte dell'educazione finanziaria all'inizio della relazione, per cui lo scambio vantaggioso iniziale mostrato dalla letteratura potrebbe constare di due cose: i rendimenti e l'educazione. Una volta acquisita quest'ultima, viene meno l'aspetto educativo ed anche il cliente si concentra di meno, dal momento che diventa più forte l'elemento fiduciario. L'incremento dell'educazione finanziaria nel cluster 7-10 può essere interpretato con il fatto che un possibile calo di fiducia richiede nuove garanzie da parte del cliente, garanzie identificabili nello scambio vantaggioso, cioè nei rendimenti e nell'educazione finanziaria. L'educazione finanziaria rende consapevole il cliente delle dinamiche del proprio portafoglio e di come agisce il consulente e permette quindi al cliente di concedere maggiore fiducia al consulente.

Figura 4.5 – Educazione finanziaria per durata della relazione



Fonte: elaborazione personale

Attraverso l'utilizzo di Stata, si è applicato il test statistico di *Kruskal-Wallis*, un test non parametrico che verifica se diversi gruppi o campioni abbiano la stessa distribuzione e quindi provengano dalla stessa popolazione. Il test si basa su un sistema di ipotesi in cui l'ipotesi nulla,  $H_0$ , stabilisce che i campioni appartengano alla stessa popolazione e viene accettata per valori di p-value superiori a 0.05; per un p-value inferiore a 0.05, invece, si rifiuta l'ipotesi nulla e si accetta l'ipotesi alternativa,  $H_1$ , la quale afferma che almeno un campione appartiene ad una popolazione diversa.

Mediante il test *Kruskal-Wallis* si vuole valutare se l'educazione finanziaria sia influenzata dal genere. Il p-value, pari a 0.4507, è maggiore di 0.05, pertanto si accetta l'ipotesi nulla di omogeneità dei campioni: non risulta esserci dunque una differenza di educazione finanziaria che dipenda dal genere. La figura 4.6 riporta il risultato del test *Kruskal-Wallis* così come presentato su Stata. La probabilità a cui si tiene conto è quella in fondo alla figura.

Figura 4.6 – Test Kruskal-Wallis educazione finanziaria per genere

Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test

genere	Obs	Rank sum
1	21	306.00
2	6	72.00

chi2(1) = **0.490**  
 Prob = **0.4840**

chi2(1) with ties = **0.569**  
 Prob = **0.4507**

Fonte: elaborazione personale

Allo stesso modo, si è utilizzato il test *Kruskal-Wallis* per verificare se la diversa tolleranza al rischio soggettiva degli investitori potesse dipendere dall'educazione finanziaria. Il test fornisce un p-value pari a 0.0418, di poco inferiore alla soglia di 0.05 (si veda la figura 4.7), che porta a rifiutare l'ipotesi nulla e ad accettare quella alternativa: un differente atteggiamento verso il rischio può essere spiegato da un diverso livello di educazione finanziaria.

Figura 4.7 – Test Kruskal-Wallis educazione finanziaria per tolleranza al rischio

Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test

toller~a	Obs	Rank sum
1	6	102.00
2	17	257.50
3	3	17.50
4	1	1.00

chi2(3) = **7.071**  
 Prob = **0.0697**

chi2(3) with ties = **8.211**  
 Prob = **0.0418**

Fonte: elaborazione personale

Tra l'altro, la correlazione tra educazione finanziaria e tolleranza al rischio soggettiva risulta statisticamente significativa, come rilevato anche in letteratura. Ciò sta a significare che un maggior livello di educazione finanziaria è associato ad una tolleranza al rischio più elevata, o meglio ad una maggiore consapevolezza e comprensione del rischio. La tolleranza al rischio soggettiva è categorizzata nel modo seguente: 1 è la tolleranza al rischio superiore alla media, 2 nella media, 3 inferiore alla media e 4 è l'indisponibilità a sostenere rischi finanziari. Pertanto, una maggiore educazione finanziaria porta ad una più alta tolleranza al rischio, cioè ad una categoria inferiore, il che spiega la correlazione negativa della figura sottostante.

*Tabella 4.5 – Correlazione tra educazione finanziaria e tolleranza al rischio soggettiva*

	Educazione finanziaria	Tolleranza al rischio soggettiva
Educazione finanziaria	1	
Tolleranza al rischio soggettiva	-0.6383*	1

*Fonte: elaborazione personale*

#### 4.3.4. La personalità dei clienti

*Tabella 4.6 – Tratti della personalità del campione*

Variabile	Osservazioni	Media	Std. dev.	Min	Max
Estroversione	27	4.8148	1.4945	2	7
Sgradevolezza	27	2.8519	1.7476	1	6
Coscientosità	27	5.8519	1.1335	3	7
Nevroticismo	27	3.4444	1.8674	1	7
Apertura mentale	27	5.1111	1.2506	2	7
Introversione	27	4.1852	1.3312	1	6
Amicalità	27	5.1852	1.1107	3	7
Negligenza	27	2.2593	1.2276	1	5
Stabilità mentale	27	5.0370	1.1923	2	7
Chiusura mentale	27	4.7037	1.5644	1	7

*Fonte: elaborazione personale*

L'analisi dei tratti della personalità degli individui è un aspetto molto importante nella profilatura della clientela. Nel questionario si è inserito il test TIPI, descritto nel terzo capitolo, con la finalità di rilevare i tratti della personalità degli individui del campione e successivamente analizzare il loro rapporto con altri dati del questionario. A primo impatto, le caratteristiche che sembrano descrivere meglio il campione di clienti sono la coscienziosità, l'amicalità, l'apertura mentale e la stabilità emotiva.

Le correlazioni tra i 5 tratti della personalità e la tolleranza al rischio soggettiva riportano che solamente il nevroticismo è positivamente correlato in modo significativo con la tolleranza al rischio soggettiva (tabella 4.7); questo vorrebbe dire che i soggetti più ansiosi ed emotivamente instabili sono meno propensi a sostenere rischi. La letteratura economica dimostra che la tolleranza al rischio soggettiva è correlata positivamente con l'estroversione e l'apertura alle nuove esperienze<sup>121</sup>, ma in questa analisi non si ottengono tali risultati, poiché risulta che individui estroversi e aperti alle nuove esperienze sono meno propensi al rischio. I risultati ottenuti dal campione mostrano invece che i soggetti coscienziosi tollerano meno il rischio, tuttavia la correlazione non è significativa.

*Tabella 4.7 – Correlazione tra i tratti della personalità e alcune variabili*

	Tolleranza al rischio soggettiva	Fiducia soggettiva
Estroversione	0.2484	-0.1630
Amicalità	0.1072	0.5656*
Coscienziosità	0.2331	0.4185*
Nevroticismo	0.4797*	0.0618
Apertura mentale	0.0484	0.3075

*Fonte: elaborazione personale*

Per quanto riguarda la correlazione tra i Big-Five e la misura di fiducia soggettiva, si ottiene una correlazione positiva e statisticamente significativa per l'amicalità e per la coscienziosità. Ciò rispecchia i risultati della letteratura per l'amicalità; al contrario, però, la letteratura dimostra la correlazione negativa con la coscienziosità e positiva con l'estroversione, le quali in questo campione risultano di segno opposto. Inoltre, le persone

<sup>121</sup> Pan C.H., Statman M., *Investor Personality in Investor Questionnaires*, The Journal of Investment Consulting, Volume 14, Number 1, 2013.

curiose, con molti interessi e non abitudinarie tendono a concedere più facilmente fiducia al proprio consulente, risultato in linea con la letteratura anche se non significativo.

Si sono calcolate anche le correlazioni tra i diversi tratti della personalità (tabella 4.8) e, alla pari della letteratura, si è rilevata la significatività della correlazione tra l'amicizia e l'apertura mentale: un individuo generoso e cooperativo è tendenzialmente aperto alle nuove esperienze. Significative sono anche le correlazioni tra coscienziosità e amicizia e tra coscienziosità e apertura mentale ma, a differenza della letteratura che rileva un rapporto negativo, in questo caso la relazione è positiva. Un individuo responsabile ed organizzato tenderebbe ad essere altruista e amicale, creativo e con sete di nuove conoscenze ed esperienze.

Si ribadisce ancora che, dato il campione molto piccolo, non è possibile replicare tutti i risultati ottenuti in letteratura. Nonostante ciò, si riesce comunque a rilevare la significatività di relazioni forti e importanti.

*Tabella 4.8 – Correlazioni tra tratti della personalità*

	Estroversione	Amicalità	Coscienziosità	Nevroticismo	Apertura mentale
Estroversione	1				
Amicalità	0.0215	1			
Coscienziosità	0.2102	0.6947*	1		
Nevroticismo	0.0306	-0.1339	-0.1676	1	
Apertura mentale	-0.0503	0.6491*	0.3919*	-0.3184	1

*Fonte: elaborazione personale*

#### **4.3.5. La tolleranza al rischio**

In questo paragrafo si esaminano due misure della tolleranza al rischio dei clienti: dal questionario si ottiene la fiducia soggettiva, attraverso una domanda che chiede in modo diretto al cliente la sua disponibilità ad accettare rischi finanziari; dai dati di portafoglio forniti dal consulente si ottiene la fiducia oggettiva, rappresentata dalla percentuale di azioni che forma il portafoglio del cliente.

Utilizzando il test di *Kruskal-Wallis* si valuta se il genere e lo stato civile influenzano la tolleranza al rischio soggettiva. Per quanto riguarda il genere, il test fornisce un p-value

pari a 0.0575 (figura 4.8), prossimo alla soglia di 0.05. L'incertezza del risultato è probabilmente dovuta alla piccolezza del campione; tuttavia, rifiutando l'ipotesi nulla (stessa distribuzione) si può spiegare che uomini e donne si comportano in modo diverso di fronte al rischio, cioè che la tolleranza al rischio soggettiva è influenzata dal genere. La letteratura dimostra infatti come gli uomini siano tendenzialmente più propensi al rischio rispetto alle donne<sup>122</sup>.

*Figura 4.8 – Kruskal-Wallis per tolleranza al rischio soggettiva per genere*

Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test

genere	Obs	Rank sum
1	21	266.00
2	6	112.00

chi2(1) = **2.667**  
 Prob = **0.1025**

chi2(1) with ties = **3.608**  
 Prob = **0.0575**

*Fonte: elaborazione personale*

La letteratura dimostra anche che i soggetti sposati sono meno tolleranti al rischio. In particolare, una sequenza di tolleranza al rischio decrescente è la seguente: uomini single, uomini coniugati, donne non sposate, donne coniugate. Ciò nonostante, il test per il campione di clienti fornisce un p-value maggiore di 0.05, pari a 0.2808 (figura 4.9), tale per cui si accetta l'ipotesi nulla: non risulta pertanto una differenza di tolleranza al rischio significativa tra individui sposati e non.

Per quanto riguarda la percentuale di equity in portafoglio, il test *Kruskal-Wallis* fornisce un p-value superiore a 0.05 sia per il genere sia per lo stato civile, portando ad accettare l'ipotesi nulla. Il genere e lo stato civile non sembrano influenzare la composizione del portafoglio e quindi la tolleranza al rischio oggettiva.

---

<sup>122</sup> Yao R., Hanna S.D., *The Effect of Gender and Marital Status on Financial Risk Tolerance*, Journal of Personal Finance, Volume 4, Issue 1, pp. 66-85, 2005.

Figura 4.9 – Kruskal-Wallis tolleranza al rischio soggettiva per stato civile

Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test

stato civile	Obs	Rank sum
1	12	187.00
2	15	191.00

chi2(1) = 0.860  
 Prob = 0.3539

chi2(1) with ties = 1.163  
 Prob = 0.2808

Fonte: elaborazione personale

Interessante è la correlazione positiva e statisticamente significativa tra la tolleranza al rischio oggettiva (percentuale di azioni detenute in portafoglio) e il titolo di studio che i clienti possiedono. Un individuo con una istruzione più elevata è più propenso ad investire in attività rischiose.

Tabella 4.9 – Correlazione tra tolleranza al rischio oggettiva e titolo di studio

	Equity portafoglio	Titolo di studio
Equity portafoglio	1	
Titolo di studio	0.5611*	1

Fonte: elaborazione personale

Se la situazione lavorativa non sembra interessare la costruzione del portafoglio e la tolleranza al rischio oggettiva, questo è vero per la proprietà di un immobile. Il test *Kruskal-Wallis* fornisce infatti un p-value pari a 0.0360, minore di 0.05 (figura 4.10), per cui si accetta l'ipotesi alternativa: la tolleranza al rischio oggettiva dipenderebbe dalla proprietà o meno di una casa o un appartamento. A rafforzare tale ipotesi è la correlazione tra l'equity di portafoglio e la proprietà di un immobile; il p-value è negativo e statisticamente significativo (tabella 4.10). Questo vuol dire che al crescere della categoria (dove 1 sta per "possiede un immobile di proprietà" e 2 sta per "non possiede un immobile di proprietà") diminuisce la tolleranza al rischio: cioè, chi possiede un immobile di

proprietà sarebbe più disposto a sostenere rischi finanziari e investire in attività rischiose.

Figura 4.10 – Kruskal-Wallis tolleranza al rischio oggettiva per proprietà di un immobile

Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test

Proprietà	Obs	Rank sum
1	24	363.00
2	3	15.00

chi2(1) = 4.339  
 Prob = 0.0372

chi2(1) with ties = 4.397  
 Prob = 0.0360

Fonte: elaborazione personale

Tabella 4.10 – Correlazione tra equity di portafoglio e proprietà di un immobile

	Equity portafoglio	Proprietà immobile
Equity portafoglio	1	
Proprietà immobile	-0.3986*	1

Fonte: elaborazione personale

#### 4.3.6. Il ruolo del consulente

Come si è ampiamente detto nei precedenti capitoli teorici, il consulente finanziario può svolgere nei confronti dei suoi clienti tre ruoli: il ruolo tecnico (cioè investire i risparmi del cliente e ottenere i rendimenti pianificati), il ruolo di educatore e il ruolo fiduciario. Per comprendere l'effettivo ruolo svolto dal consulente Fideuram, nel questionario è presente una domanda in cui si chiede al campione di clienti i motivi che hanno influenzato la loro decisione di avere un consulente. Volendo stilare una classifica delle caratteristiche sulla base della media e della deviazione standard delle risposte fornite dai clienti, emergono quattro motivazioni principali che spingono i clienti a rivolgersi al consulente: la sua esperienza nel settore finanziario e nella gestione del denaro; le sue

approfondite conoscenze delle dinamiche del mercato finanziario; la sua capacità di suggerire alternative di investimento in misura maggiore rispetto a quelle che il cliente conosce; la sua capacità di migliorare le competenze finanziarie del cliente.

*Tabella 4.11 – Perché avere un consulente?*

Variabile	Osservazioni	Media	Std. dev.	Min	Max
Rendimenti	27	4.6296	1.9245	1	7
Suggerito dalla banca	27	2.0370	1.5562	1	6
Conoscenza mercato finanziario	27	6.1481	0.9074	4	7
Esperienza nel settore	27	6.2222	0.8473	4	7
Periodo di incertezza economica	27	5.1481	1.6102	1	7
Alternative di investimento	27	6.2592	0.9842	3	7
Educatore	27	6	1	3	7
Investimenti a basso costo	27	4.8148	2.0198	1	7
Referenze e passaparola	27	4.7778	2.2589	1	7

*Fonte: elaborazione personale*

In questo caso, i rendimenti non sembrano influire sulla scelta di avere un consulente, pertanto il ruolo tecnico del consulente Fideuram è marginale, seppur non trascurato. Emerge, invece, come le conoscenze e le esperienze del consulente in materia di mercati e investimenti finanziari siano fonte di fiducia per i suoi clienti. Inoltre, e probabilmente l'aspetto più importante, i clienti scelgono il consulente per la sua capacità di trasmettere competenze finanziarie e quindi renderli consapevoli e partecipi delle dinamiche del loro portafoglio. Questo fattore, oltre ad allinearsi alla funzione della consulenza finanziaria come complemento dell'educazione finanziaria, rispecchia quanto affermato dal consulente Fideuram nell'intervista, cioè il suo impegno ad educare i suoi clienti sui concetti di base della finanza. Quindi, come anche da lui affermato nell'intervista, dalla prospettiva dei suoi clienti risulta che il consulente Fideuram svolge i ruoli di educatore, in primis, e fiduciario, poi.

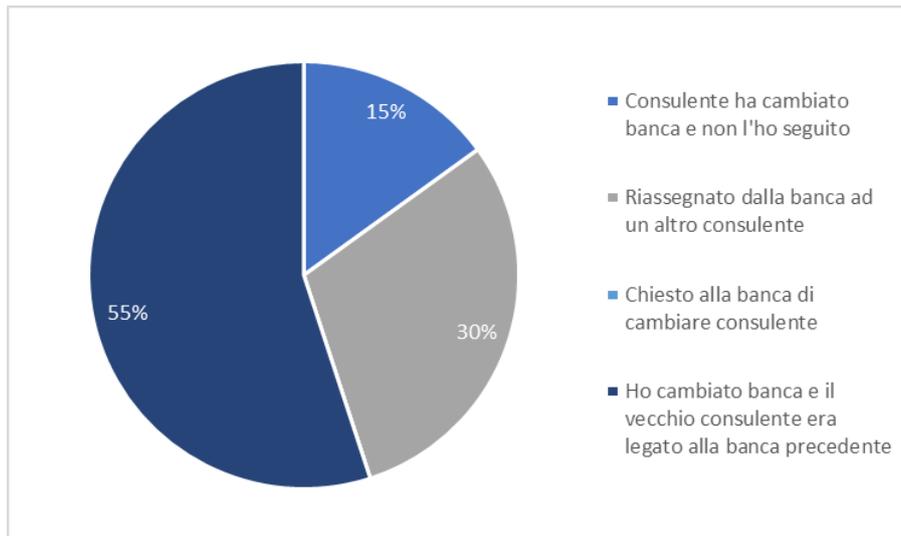
In un'altra domanda del questionario viene chiesto al cliente di confrontare alcune caratteristiche del consulente e valutare quelle che influenzano positivamente la loro relazione. Si rilevano due aspetti importanti degni di nota: innanzitutto i clienti sottolineano la possibilità di discutere con il consulente non solo di argomenti tecnici e di

temi relativi al portafoglio, ma anche e soprattutto di argomenti che hanno poco o niente a che vedere con la finanza. Questo è un aspetto che il consulente ha voluto marcare molto nell'intervista ed è un sintomo di un rapporto di fiducia solido tra consulente e cliente. Il secondo aspetto è la tendenza del consulente a proporre nuove idee e soluzioni e ad evitare di assecondare sempre e solo i desideri del cliente, rispecchiando le sue caratteristiche personali, in particolare l'estroversione e l'apertura mentale. La capacità quindi di proporre soluzioni nuove e varie, rispondendo alle esigenze del cliente con tempestività e dettaglio, sono caratteristiche che, dal punto di vista dei clienti, rafforzano la relazione con il consulente.

Un'ulteriore peculiarità del consulente Fideuram che contribuisce a rendere dinamico e informale il rapporto con il cliente è la modalità di interazione. Al di là degli incontri fisici, i principali modi con cui il consulente comunica con i propri clienti sono tramite e-mail, telefonate e *whatsapp*. L'approccio *digital* del consulente facilita la relazione con la clientela più giovane e gli permette di essere aggiornato con i nuovi avanzamenti e innovazioni digitali.

Dei 27 clienti che hanno risposto al questionario, 21 dichiarano di aver già avuto un consulente prima di quello attuale. I motivi per cui hanno cambiato consulente sono diversi, come si può notare nella figura 4.11, il principale dei quali è il fatto che il cliente ha cambiato banca ma il vecchio consulente era vincolato alla banca precedente. Purtroppo, sia a causa del campione piccolo sia perché non si è approfondito il tema nel questionario, non si rilevano relazioni significative tra il fatto di aver cambiato consulente e alcune variabili, quali la tolleranza al rischio soggettiva, la fiducia nel consulente, la durata del rapporto. Nemmeno la relazione con l'educazione finanziaria è significativa. Risulta, invece, che coloro che hanno già avuto un consulente prima di quello attuale considerano in media più importanti, tra le ragioni per avere un consulente, le conoscenze e le esperienze di quest'ultimo, il suo ruolo nel trasmettere competenze finanziarie e la sua capacità di fornire alternative di investimento. Sembra, dunque, che chi ha già provato un consulente apprezzi maggiormente il ruolo del consulente Fideuram, in particolare il ruolo di educatore e le competenze che possiede.

Figura 4.11 – Motivi di cambio del consulente precedente



Fonte: elaborazione personale

#### 4.3.7. La fiducia e il *Trust Game*

La fiducia rappresenta l'elemento caratterizzante della relazione tra il consulente ed il cliente. Attraverso il questionario, si è cercato ottenere diverse misure della fiducia: dirette, quali la fiducia generalizzata, la fiducia verso le istituzioni e la fiducia soggettiva, indiretta, attraverso il *Trust Game*.

In generale, i clienti mostrano una fiducia elevata nei confronti dei componenti della propria famiglia, mentre ripongono poca fiducia verso i vicini, i conoscenti e le persone di un altro paese; quasi nulla è la fiducia verso le persone che si incontrano per la prima volta. Per quanto riguarda la fiducia verso le istituzioni, essa è piuttosto bassa nei confronti del sistema bancario; maggiore fiducia è concessa alla propria banca, mentre la fiducia nel consulente è quasi totale. Quest'ultimo punto segna un allineamento di pensiero tra il consulente Fideuram e i suoi clienti: infatti, nell'intervista, il consulente afferma che i clienti si affidano completamente a lui, confessando i loro problemi e le loro ansie, parlando di argomenti che poco c'entrano con la finanza e arrivando a delegare totalmente le decisioni che riguardano il loro patrimonio.

Il questionario presenta anche una domanda relativa alla trasferibilità della fiducia, cioè alla probabilità con cui il cliente seguirebbe il consulente in caso di trasferimento ad altra banca. Tra i motivi principali per cui il cliente seguirebbe il consulente si segnalano l'anzianità professionale del consulente (intesa come la sua esperienza), la durata della

relazione, l'entità dei guadagni conseguiti grazie al consulente e le eventuali condizioni economiche più vantaggiose della nuova banca<sup>123</sup>. Emergono quindi l'importanza degli aspetti fiduciario e relazionale tra il cliente e il consulente, ma anche l'aspetto tecnico, cioè i rendimenti che il consulente è capace a conseguire, oltre alle condizioni economiche e alla reputazione della nuova banca. L'importanza dei rendimenti può essere spiegata mediante la letteratura economica, secondo la quale, in un primo momento del servizio di consulenza, la fiducia si basa sui risultati osservabili: il primo atto di fiducia del cliente è la parte di patrimonio che affida al consulente, da cui si aspetta una gestione che porti a determinati rendimenti. Poi, in un secondo momento, la fiducia si fonda su aspetti relazionali<sup>124</sup>.

Purtroppo, in questo campione non si rilevano correlazioni significative tra la misura di fiducia soggettiva (fiducia nel consulente) e l'età, il titolo di studio, la composizione del portafoglio, la tolleranza al rischio soggettiva, l'educazione finanziaria; inoltre, il test *Kruskal-Wallis* porta ad affermare che la fiducia soggettiva non è influenzata dal genere, dallo stato civile o dalla proprietà di un immobile.

La misura indiretta inserita nel questionario per rilevare la fiducia dei clienti è il *Trust Game*, spiegato nel secondo capitolo. Nel questionario, il *Trust Game* si divide in due parti: la prima parte vuole misurare la fiducia che il cliente concede ad un individuo che non conosce (*trust*) sulla base di quanti euro decide di trasferirgli; la seconda parte misura la *trustworthiness*, cioè l'affidabilità del cliente, o meglio la restituzione della fiducia che l'individuo sconosciuto gli concede<sup>125</sup>.

In media, con 10 euro a disposizione, si rileva che gli individui del campione trasferiscono ad una persona che non conoscono 4.22 euro, mostrando un buon livello di fiducia, con la speranza di vedersi restituita una parte, cioè almeno pari a quanto concesso, della somma finale che possiede questa persona (pari al triplo di quanto concesso).

Per quanto riguarda la tendenza a ripagare la fiducia concessa, mediamente i clienti tendono a non perseguire la massimizzazione dell'utilità, quindi ad essere egoisti e razionali (teoria del "*homo oeconomicus*"), dal momento che ricambiano la fiducia

---

<sup>123</sup> Si rimanda all'Appendice B per tutte le opzioni della domanda.

<sup>124</sup> Cruciani C., Gardenal G., Rigoni U., *Dinamiche di fiducia nella consulenza finanziaria: un'analisi empirica*, Bancaria I, pp.40-58, 2018.

<sup>125</sup> L'Appendice B contiene la trascrizione estesa del gioco.

restituendo in media almeno un terzo della somma ricevuta dalla persona che non conoscono (si veda la tabella 4.12). In tal modo, entrambi i partecipanti trarrebbero un guadagno dal gioco. In particolare, sul campione di 27 clienti, il 100% restituisce una somma positiva, il 96.67% restituisce una somma maggiore o uguale a un terzo di quella ricevuta dalla persona sconosciuta, il 60.37% restituisce una somma strettamente maggiore di un terzo. Questo significa che il campione mostra un altro livello di affidabilità e dimostra di aver colto i vantaggi del gioco.

*Tabella 4.12 – Esiti del Trust Game*

Variabile	Osservazioni	Media	Std. dev.	Min	Max
Trust	27	4.2222	2.7363	0	10
Trustworthiness 1	27	1.4074	0.5007	1	2.5
Trustworthiness 2	27	2.9037	1.1182	1	5.4
Trustworthiness 3	27	4.3889	1.5401	2	8
Trustworthiness 4	27	5.8333	2.1883	2	10.5
Trustworthiness 5	27	7.2222	2.7433	2	13.5
Trustworthiness 6	27	8.6407	3.1268	3	16
Trustworthiness 7	27	10.1222	3.7987	3	19
Trustworthiness 8	27	11.5704	4.3216	3	21
Trustworthiness 9	27	13.1259	4.8132	4	24
Trustworthiness 10	27	14.5926	5.2934	4	27

*Fonte: elaborazione personale*

Focalizzando l'attenzione sulla fiducia concessa, essa non sembra dipendere dal genere, dallo stato civile e dal titolo di studio dei clienti. Le correlazioni della fiducia con la tolleranza al rischio soggettiva e oggettiva e con l'educazione finanziaria sono forti seppure non significative. Una maggiore tolleranza al rischio soggettiva e una maggiore propensione ad investire in attività rischiose sono associate ad un punteggio più elevato della fiducia concessa: solo chi è più propenso al rischio può decidere di concedere fiducia ad un soggetto sconosciuto, non sapendo se questo la ricambierà. Positiva ma non significativa è anche la relazione con l'educazione finanziaria: un soggetto finanziariamente educato probabilmente capisce l'utilità del gioco e quindi tende a concedere maggiore fiducia. La correlazione con la durata del rapporto è positiva, anche se non significativa: ciò vorrebbe dire che chi ha un rapporto più lungo con il consulente

tende a concedere maggiore fiducia, rispetto a chi lo conosce da poco tempo. La fiducia, quindi, prevale quando il rapporto tra cliente e consulente è più consolidato.

Rileva segnalare, per la sua contraddizione con la letteratura, la correlazione negativa statisticamente significativa tra la fiducia concessa e l'estroversione (tabella 4.13). Gli individui più estroversi sembrano quindi essere meno propensi a concedere fiducia.

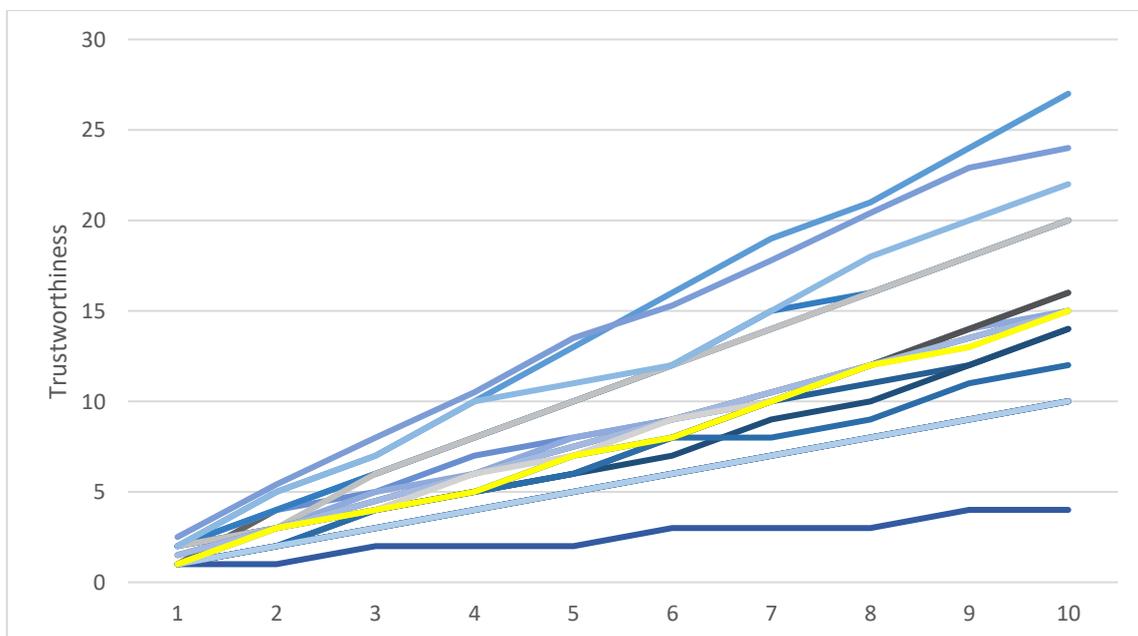
*Tabella 4.13 – Correlazioni trust e alcune variabili*

	Trust
Tolleranza al rischio soggettiva	-0.2146
Equity portafoglio	0.3266
Educazione finanziaria	0.2661
Durata rapporto	0.2561
Estroversione	-0.4128*

*Fonte: elaborazione personale*

Si rileva inoltre, relativamente alla affidabilità, la generale coerenza di tutti i soggetti del campione, dal momento che le risposte di ciascun cliente per tutte le possibili opzioni del gioco stanno sempre sopra o sotto la mediana delle risposte (linea gialla della figura 4.12). Questo dimostra la coerenza del campione e, ancora una volta, la comprensione del gioco.

*Figura 4.12 – Trustworthiness*



*Fonte: elaborazione personale*

#### 4.3.8. I *bias* comportamentali: *overconfidence* e avversione all'ambiguità

La letteratura economica ha dimostrato che gli individui non sono razionali e che le loro scelte sono influenzate da distorsioni comportamentali. Queste anomalie comportamentali devono essere prese in considerazione dal consulente finanziario nel momento in cui delinea il profilo del cliente per fornire le raccomandazioni a lui adeguate. Il questionario somministrato contiene una sezione sui *bias* comportamentali volta a valutare due comuni distorsioni: l'*overconfidence* e l'avversione all'ambiguità.

Per valutare l'*overconfidence* vengono presentate cinque domande di cultura generale in cui il cliente è tenuto a rispondere fornendo un intervallo di valori con un margine di errore del 20%. Successivamente viene chiesto quante domande ritiene di aver risposto in modo corretto. Dall'analisi delle risposte risulta che tutti i clienti del campione sono affetti da *overconfidence*, chi in misura minore chi in misura maggiore. Si è considerato affetto da eccesso di fiducia chi presenta una differenza positiva tra quante domande crede di aver risposto correttamente e quante risposte esatte ha effettivamente fornito e si è utilizzato questo punteggio come *score* con cui effettuare alcune analisi.

Innanzitutto, il test *Kruskal-Wallis* fornisce un p-value inferiore a 0.05 per il genere (pari a 0.0272, figura 4.13), tale per cui, portando a rifiutare l'ipotesi nulla, si può affermare che l'*overconfidence* non è la stessa tra uomini e donne. Infatti, come dimostrato dalla letteratura, il sentimento di *overconfidence* è tendenzialmente più comune tra gli uomini<sup>126</sup>.

Si ottiene inoltre una correlazione positiva e statisticamente significativa tra l'*overconfidence score* e la percentuale di equity detenuta dai clienti in portafoglio (tabella 4.14). Ciò sta ad indicare che i soggetti che si fidano eccessivamente di sé stessi sono anche più propensi al rischio; essi quindi investono in attività rischiose, spesso affidandosi solamente alle proprie considerazioni e sottovalutando i potenziali rischi. In linea con la letteratura economica, l'*overconfidence* influenza la tolleranza al rischio degli investitori<sup>127</sup>.

---

<sup>126</sup> Hackethal A., Haliassos M., Jappelli T., *Financial advisors: A case of babysitters?*, Journal of Banking & Finance 36, pp.509-524, 2012.

<sup>127</sup> Pan C.H., Statman M., *Questionnaires of Risk Tolerance, Regret, Overconfidence and Other Investors Propensities*, Journal of Investment Consulting, Vol. 13, No. 1, pp. 54-63, 2012.

Figura 4.13 – Kruskal-Wallis overconfidence per genere

Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test

genere	Obs	Rank sum
1	21	330.50
2	6	47.50

chi2(1) = 4.531  
 Prob = 0.0333

chi2(1) with ties = 4.880  
 Prob = 0.0272

Fonte: elaborazione personale

Tabella 4.14 – Correlazione tra overconfidence e percentuale equity

	Overconfidence	Equity portafoglio
Overconfidence	1	
Equity portafoglio	0.4085*	1

Fonte: elaborazione personale

La letteratura dimostra che il sentimento di *overconfidence* è collegato anche ai tratti della personalità di un individuo; in particolare, una persona soggetta a *overconfidence* è tendenzialmente molto estroversa, mentre un elevato livello di amicalità è collegato ad una bassa *overconfidence*<sup>128</sup>. I risultati per il campione in considerazione mostrano, invece, una correlazione statisticamente significativa e negativa solo con il tratto del nevroticismo, per cui gli individui soggetti a *overconfidence* sarebbero quelli emotivamente stabili e meno ansiosi ed impulsivi. Ancora una volta, il campione piccolo può portare a risultati non esattamente in linea con la letteratura economica.

<sup>128</sup> Pan C.H., Statman M., *Investor Personality in Investor Questionnaires*, The Journal of Investment Consulting, Volume 14, Number 1, 2013.

Tabella 4.15 – Correlazione tra overconfidence e tratti della personalità

	Overconfidence
Estroversione	0.0774
Amicalità	0.1621
Coscienziosità	0.2265
Nevroticismo	-0.6236*
Apertura mentale	0.2072

Fonte: elaborazione personale

L'altro *bias* comportamentale preso in considerazione è l'avversione all'ambiguità, cioè la tendenza degli individui a privilegiare situazioni incerte, ma di cui si conosce la probabilità di rischio, piuttosto che situazioni completamente incerte, dove anche la probabilità di rischio non è nota. Il questionario presenta due scenari in cui è chiesto al cliente di scegliere di estrarre una pallina da due possibili urne, una con le proporzioni specificate dei colori delle palline e una no. L'esito delle risposte stabilisce che 16 clienti su 27, pari a quasi il 60% del campione, sono avversi all'ambiguità, perché in entrambi gli scenari scelgono l'urna in cui la probabilità di rischio è nota. La più rilevante particolarità che emerge dagli individui avversi all'ambiguità del campione è che essi hanno in media un patrimonio superiore rispetto al campione nel suo complesso. L'avversione all'ambiguità segna l'avversione al rischio degli individui, cioè la loro preferenza per esiti certi rispetto ad esiti incerti, ed è quindi strettamente collegata con la loro tolleranza al rischio. Non si notano, tuttavia, legami significativi tra l'avversione all'ambiguità con la tolleranza al rischio, soggettiva e oggettiva, e l'educazione finanziaria.

## CONCLUSIONI

La finalità di questo elaborato è quella di approfondire la figura del consulente finanziario da diverse prospettive, cercando di delineare un quadro chiaro e dettagliato della rilevanza attuale di questa professione.

Non trascurando l'importanza della regolamentazione, per cui è presentato un inquadramento normativo della consulenza in materia di investimenti all'inizio del primo capitolo, l'elaborato si incentra sui ruoli che il consulente finanziario assume nei confronti dei clienti e sugli aspetti che caratterizzano il profilo dei clienti stessi. Per fare ciò, ci si è affidati a quanto dimostrato dalla letteratura economica negli ultimi trent'anni circa e ad un'analisi empirica, il cui scopo è stato quello di cercare di replicare e dare forza ai risultati della letteratura. Lo studio empirico è stato possibile grazie alla collaborazione con un consulente finanziario appartenente alla rete Fideuram ed è costituito da un'intervista al consulente stesso e da un questionario somministrato ad un campione dei suoi clienti. I temi toccati dall'analisi empirica riguardano principalmente i ruoli del consulente e il rapporto di fiducia tra il consulente e il cliente; inoltre, nel questionario vengono somministrate diverse domande volte a cogliere diversi aspetti dei clienti che la letteratura dimostra essere utili ai consulenti per profilare la loro clientela e fornire raccomandazioni personalizzate: tra questi ci sono l'educazione finanziaria, la tolleranza al rischio, la personalità e i *bias* comportamentali (oggetto di studio della finanza comportamentale).

L'analisi proposta offre dei risultati interessanti, molti dei quali mostrano che quanto affermato dal consulente nell'intervista, quanto rilevato dalle risposte dei clienti al questionario e quanto dimostrato dalla letteratura economica stanno sulla stessa lunghezza d'onda. Il risultato più significativo riguarda il ruolo del consulente, il quale svolge nei confronti dei suoi clienti le funzioni di educatore e di fiduciario. Questi ultimi, infatti, apprezzano l'impegno del consulente a trasmettere loro le conoscenze e le competenze di base in materia finanziaria e la possibilità di instaurare con lui una relazione di fiducia e di considerarlo un punto di riferimento, anche e soprattutto per questioni che non hanno a che fare con il loro portafoglio. Il consulente deve quindi dimostrarsi trasparente, disponibile e sensibile verso il cliente. Il ruolo tecnico, istituzionale, legato ai rendimenti degli investimenti, è marginale ma non irrilevante. Esso, infatti, rileva, come attesta la letteratura, all'inizio della prestazione del servizio di

consulenza, quando non si è ancora stabilita una relazione fiduciaria ed emotiva tra cliente e consulente.

Il campione di clienti presenta un alto livello di educazione finanziaria e questo conferma il ruolo di educatore del consulente Fideuram. Maggiore è l'educazione finanziaria, maggiore è la tolleranza al rischio soggettiva; in tal modo si spiega indirettamente l'elevata percentuale di azioni in portafoglio del campione (superiore al 30%) e l'alto grado di diversificazione del portafoglio.

Si è appurato, attraverso l'utilizzo di test statistici, che la tolleranza al rischio soggettiva è influenzata dal genere (gli uomini infatti sarebbero più propensi al rischio) e che individui con un titolo di studio più elevato e quelli che possiedono un immobile di proprietà sono maggiormente disposti ad investire in azioni, cioè hanno una maggiore tolleranza al rischio oggettiva. Le caratteristiche demografiche dei clienti, pertanto, non devono essere sottovalutate e sono molto utili al consulente per spiegare le loro attitudini e tendenze. Analogamente, la letteratura sottolinea l'importanza anche della loro personalità e dei loro comportamenti. Per esempio, l'analisi dei questionari porta a convalidare che le persone amicali tendono a concedere maggiore fiducia e che gli individui soggetti a *overconfidence* (gli uomini in misura maggiore delle donne) sono quelli più propensi ad investire in attività rischiose.

Il campione molto piccolo – dei 30 clienti inizialmente selezionati dal consulente Fideuram hanno partecipato al questionario in 27 – non ha permesso di confermare tutte le analisi della letteratura economica e, anzi, alcuni risultati ottenuti si discostano da essa: la correlazione negativa tra la fiducia misurata con il *Trust Game* e il tratto dell'estroversione e la correlazione negativa tra l'*overconfidence* e il tratto del nevroticismo ne sono due esempi. Tuttavia, molti risultati si sono ottenuti ugualmente nonostante l'esiguo campione, a dimostrazione della significatività di alcuni fenomeni, specie delle funzioni di educatore e di fiduciario che caratterizzano l'attività del consulente finanziario. I temi relativi alla consulenza finanziaria, al ruolo del consulente, al rapporto di fiducia con il cliente e all'efficace profilatura di questi ultimi sono comunque temi di ricerca aperti e soggetti a forti sviluppi, visti il periodo storico, le innovazioni e le nuove tendenze. Sarebbe interessante replicare questo studio su scala più grande, anche con l'aggiunta di temi, quali la digitalizzazione e la sostenibilità, che stanno avendo, e avranno, forti implicazioni sulla professione del consulente finanziario.

## BIBLIOGRAFIA

Alemanni B., *Finanza comportamentale: Scoprire gli errori che ci fanno perdere denaro*, Egea, Milano, 2020

Armellini C., Mainò L., Romano G., *La guida del Sole 24 Ore alla consulenza finanziaria indipendente: come opera il consulente fee-only: metodologia operativa, strumenti e servizi*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2008

Baier A., *Trust and Antitrust*, The University of Chicago Press Journals, Vol. 96, No. 2, pp. 231-260, 1986

Bergstresser D., Chalmers J. M. R., Tufano P., *Assessing the Costs and Benefits of Brokers in the Mutual Fund Industry*, The Review of Financial Studies, Volume 22, Issue 10, pp. 4129-4156, 2009

Calcagno R., Giofrè M., Urzì-Brancati M.C., *To trust is good, but to control is better: How investors discipline financial advisors' activity*, Journal of Economic Behavior & Organization, Volume 140, pp. 287-316, 2017

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

Caratelli M., Giannotti C., Linciano N., Soccorsi P., *Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori. Evidenze da un'analisi qualitativa*, Quaderni FinTech CONSOB, dicembre 2019

Cervellati E.M., Parrella F., Spallone M., *Una proposta di revisione dei questionari per la profilatura della clientela*, Centro Arcelli per gli Studi Monetari e Finanziari della Luiss Guido Carli, 2012

Ciccolella S., *MiFID III, lavori in corso*, Milano Finanza, p. 54, 23 Maggio 2020

Collins J.M., *A Review of Financial Advice Models and the Take-Up of Financial Advice*, Center for Financial Security WP, 2010

Collins J.M., *Financial advice: A substitute for financial literacy?*, Financial Services Review 21, pp. 307-322, 2012

Cruciani C., Gardenal G., Rigoni U., *Dinamiche di fiducia nella consulenza finanziaria: un'analisi empirica*, Bancaria I, pp.40-58, 2018

Cruciani C., Gardenal G., Rigoni U., *Trust-formation processes in financial advisors: A structural equation model*, The Quarterly Review of Economics and Finance 82, pp.185-199, 2021

Cutler N.E., *Three myths of risk tolerance: What clients are not telling*, Journal of the American Society of CLU & ChFC, Vol. 49, Fasc. 1, pag. 33, 1995

Di Ciommo F., *La consulenza finanziaria alla luce della MiFID2: profili giuridici*, Rivista trimestrale di diritto dell'economia, pp.39-68, 2017

Di Mascio A., *La consulenza finanziaria: regolamentazione, modelli di servizio e pianificazione finanziaria*, EGEA, Milano, 2011

Disney R., Gathergood J., Weber J., *Credit Counseling: A Substitute for Consumer Financial Literacy?*, Institute for Fiscal Studies, Working Paper W14/32, 2014

Engelmann J.B., Capra C.M., Noussair C., Berns G.S., *Expert Financial Advice Neurobiologically "Offloads" Financial Decision-Making under Risk*, PLoS ONE, Volume 4, Issue 3, 2009

Ennew C., Sekhon H., *Measuring trust in financial services: the Trust Index*, Consumer Policy Review, Volume 17, Number 2, pp.62-68, 2007

Ferguson k., *Banking's best Kept Secret: Us*, ABA Banking Journal, p. 18, 2003

Ferretti R., Rubaltelli E., Rumiati R., *La mente finanziaria: Economia e psicologia al servizio dell'investitore*, Il Mulino, Bologna, 2011

*FinTech credit – Market structure, business models and financial stability implications*, Report prepared by a Working Group established by the Committee on the Global Financial System (CGFS) and the Financial Stability Board (FSB), 22 May 2017

Fischer R. and Gerhardt R., *Investment Mistakes of Individual Investors and the Impact of Financial Advice*, 20th Australasian Finance & Banking Conference 2007 Paper

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

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

Gioia D.A., Corley K.G., Hamilton A.L., *Seeking qualitative rigor in inductive research: Notes on the Gioia methodology*, Organizational Research Methods 16(1), pp.15-31, 2013

Giorgini E., *Consulenza finanziaria e sua adeguatezza*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2017

Goldstein I., Kojien R.S.J., Mueller H.M., *COVID-19 and Its Impact on Financial Markets and the Real Economy*, The Review of Financial Studies, v. 34, n. 11, pp.5135-5148, 2021

Gosling S.D., Rentfrow P.G., Swann Jr. W.B., *A very brief measure of the Big-Five personality domains*, Journal of Research in Personality 37, pp. 504-528, 2003

Grable J., Lytton R.H., *Financial risk tolerance revisited: the development of a risk assessment instrument*, Financial Services Review 8, pp. 163-181, 1999

Grable J.E., Lytton R.H., *The Development of a Risk Assessment Instrument: A Follow-Up Study*, Financial Services Review 12, pp. 257-274, 2003

Gruppo di lavoro CONSOB, Scuola Superiore Sant'Anna di Pisa, Università Bocconi, Università di Pavia, Università di Roma 'Tor Vergata', Università di Verona, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, Quaderni FinTech CONSOB, gennaio 2019

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

Hackethal A., Haliassos M., Jappelli T., *Financial advisors: A case of babysitters?*, Journal of Banking & Finance 36, pp.509-524, 2012

Kim K.T., Hanna S.D., Ying D., *The Risk Tolerance Measure in the 2016 Survey of Consumer Finances: New, but is it Improved?*, Journal of Financial Counseling and Planning, 2020

Kuzniak S., Rabbani A., Heo W., Ruiz-Menjivar J., Grable J., *The Grable and Lytton risk-tolerance scale: A 15-year retrospective*, Financial Services Review 24, pp. 177-192, 2015

Legrenzi P., *Psicologia e investimenti finanziari: come la finanza comportamentale aiuta a capire le scelte di investimento*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2006

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 Consob n. 66, 2010

Linciano N., Caivano V., Fancello F., Gentile M., *La crisi Covid-19. Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata*, CONSOB Occasional Report, 2020

Linciano N., Soccorso P., *La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario*, Consob Discussion papers No.4, 2012

Lyons A.C., Kass-Hanna J., *The Evolution of Financial Services in the Digital Age*, Available at SSRN 3873370, 2021

Mazzoli C., Marinelli N., *Determinants of Risk-Suitable Investment Portfolios: Evidence from A Sample of Italian Householders*, Journal of Economic & Financial Studies, Vol. 02, No. 01, pp. 50-63, 2014

McKnight D.H., Chervany N.L., Cummings L.L., *Trust formation in new organizational relationship*, University of Minnesota, 1996

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

Nobre L.H.N., Grable J.E., *The Role of Risk Profiles and Risk Tolerance in Shaping Client Investment Decisions*, Journal of Financial Service Professionals, Vol. 69, No. 3, pp. 18-21, 2015

Novikova I., *Big Five (The Five-Factor Model and The Five-Factor Theory)*, The Encyclopedia of Cross-Cultural Psychology, First Edition, 2013

OCSE, *Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness*, 2005

Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari (OCF), *Relazione annuale 2020*

*Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II*, ESMA, 2018

Pan C.H., Statman M., *Investor Personality in Investor Questionnaires*, *The Journal of Investment Consulting*, Volume 14, Number 1, 2013

Pan C.H., Statman M., *Questionnaires of Risk Tolerance, Regret, Overconfidence and Other Investors Propensities*, *Journal of Investment Consulting*, Vol. 13, No. 1, pp. 54-63, 2012

Pancallo A.M., *La consulenza finanziaria nell'era del Fintech*, Cacucci Editore, Bari, 2020

Pelligra V., *I paradossi della fiducia: scelte razionali e dinamiche interpersonali*, Il Mulino, Bologna, 2007

Quattrocchio L.M., *MiFID II e MiFIR. Il quadro europeo di riferimento*, *Diritto ed Economia dell'Impresa – Giappichelli*, Fascicolo 4, 2018

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

Shefrin H., *Finanza aziendale comportamentale: Decisioni per creare valore*, APOGEO, Milano, 2007

Statman M., *Financial Physicians*, [www.aimrpubs.org](http://www.aimrpubs.org), pp.5-11, 2002

Thaler R.H., *Mental Accounting Matters*, *Journal of Behavioral Decision Making*, Vol. 12, Iss. No. 3, pp. 183-206, 1999

Yao R., Hanna S.D., *The Effect of Gender and Marital Status on Financial Risk Tolerance*, *Journal of Personal Finance*, Volume 4, Issue 1, pp. 66-85, 2005

## SITOGRAFIA

<https://www.consob.it/web/investor-education/errori-e-trappole-comportamentali>

<https://consulenza-finanziaria.it/il-conflitto-di-interesse-nella-consulenza-finanziaria-indipendente/>

<https://www2.deloitte.com/lu/en/pages/investment-management/articles/three-roads-midif-iii.html>

<https://www.consultique.com/it/blog/societa-consulenza-finanziaria/>

<https://www.fideuram.it/gruppo>

<https://www.focusrisparmio.com/news/sostenibilita-nuova-consultazione-esma-preferenze-esg-e-adeguatezza-dei-clienti>

<https://www.professionefinanza.com/la-consulenza-finanziaria-nella-mifid/>

<https://www.treccani.it/vocabolario/fiducia/>

## **APPENDICE A: L'intervista al consulente**

- Da quanti anni lavora nel settore della consulenza finanziaria? E come consulente per Fideuram s.p.a?  
Qual è stato il suo percorso che l'ha portato a questa professione?
- Quanti clienti segue?  
Tipologia dei suoi clienti: sono investitori o risparmiatori?  
Quali difficoltà (o miglioramenti) vede nella clientela di oggi rispetto al passato?
- Che ruolo ritiene di avere nei confronti dei suoi clienti?  
Quali sono i punti di forza del suo rapporto professionale?
- Come instaura un rapporto di fiducia con il cliente? Su che aspetti si focalizza?  
Come si accorge della fiducia che il cliente gli concede?
- Ci sono altri aspetti che vuole sottolineare, di cui vorrebbe parlare?

## APPENDICE B: Il questionario

---

### Start of Block: Intro e loghi

Benvenuto/a e grazie per aver deciso di partecipare a questo studio del Dipartimento di management dell'Università Ca' Foscari di Venezia in collaborazione con Fideuram s.p.a.

I tuoi dati saranno trattati nel rispetto della legge sulla privacy a fini di ricerca accademica.

Il questionario ha una durata di circa 10 minuti. Ti chiediamo di rispondere a tutte le domande in modo spontaneo.

Ulteriori informazioni sullo studio possono essere richieste a [cruciani@unive.it](mailto:cruciani@unive.it)

Inserisci il codice che ti ha fornito il tuo consulente

---

### End of Block: Intro e loghi

---

### Start of Block: Educazione finanziaria

Per favore rispondi alle domande seguenti relativamente ad alcuni possibili scenari. Questo non è un test e ciò che conta non è il numero di risposte giuste, ma rispondere in modo spontaneo e sulla base delle tue competenze. Ti ricordiamo che il questionario è completamente anonimo e non sarà possibile risalire in alcun modo alle tue risposte.

---

#### Timing

First Click (1)

Last Click (2)

Page Submit (3)

Click Count (4)

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

- Più di €102 (1)
  - Esattamente €102 (2)
  - Meno di €102 (3)
  - Non lo so (4)
- 

Supponi che un tuo amico erediti oggi €10'000, mentre un suo fratello ne erediti altrettanti (€10'000) ma tra 3 anni. Chi dei due è più ricco dopo quest'eredità?

- Il mio amico (1)
  - Suo fratello (2)
  - Sono ugualmente ricchi (3)
  - Non lo so (4)
- 

Scegli tra le seguenti opzioni la definizione che secondo te descrive meglio la funzione principale del mercato finanziario.

- Il mercato finanziario aiuta a prevedere i guadagni sulle azioni (1)
  - Il mercato finanziario produce un aumento del prezzo delle azioni (2)
  - Il mercato finanziario serve per far incontrare gli individui che vogliono vendere e gli individui che vogliono comprare azioni (3)
  - Nessuna delle precedenti (4)
  - Non so (5)
-

Se un individuo acquista delle azioni dell'azienda B sul mercato finanziario...

- è proprietario di una parte dell'azienda B (1)
  - ha prestato dei soldi all'azienda B (2)
  - è responsabile per i debiti dell'azienda B (3)
  - nessuna delle precedenti (4)
  - non so (5)
- 

Se un individuo diversifica i suoi investimenti tra diversi prodotti, il rischio di perdere denaro...

- aumenta (1)
- diminuisce (2)
- resta uguale (3)
- non so (4)

**End of Block: Educazione finanziaria**

---

**Start of Block: Big Five**

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 (1)	<input type="radio"/>						
... Polemica, litigiosa (2)	<input type="radio"/>						
... Affidabile, auto-disciplinata (3)	<input type="radio"/>						
... Ansiosa, che si agita facilmente (4)	<input type="radio"/>						
... Aperta alle nuove esperienze, con molti interessi (5)	<input type="radio"/>						
... Riservata, silenziosa (6)	<input type="radio"/>						
... Comprensiva, affettuosa (7)	<input type="radio"/>						
... Disorganizzata, distratta (8)	<input type="radio"/>						
... Tranquilla, emotivamente stabile (9)	<input type="radio"/>						
... Tradizionalista, abitudinaria (10)	<input type="radio"/>						

End of Block: Big Five

Start of Block: Tolleranza al rischio soggettiva

La mia disponibilità a sostenere rischi finanziari è

- Superiore alla media (1)
- Nella media (2)
- Inferiore alla media (3)
- Non sono disposto/a a sostenere rischi finanziari (4)

**End of Block: Tolleranza al rischio soggettiva**

---

**Start of Block: Profilo consulente**

Hai avuto altri consulenti prima di quello attuale?

- Sì (1)
- No (2)

*Display This Question:*

*If Hai avuto altri consulenti prima di quello attuale? = Sì*

Indica per favore la ragione per cui hai cambiato consulente, passando al tuo consulente attuale.

- Il mio vecchio consulente ha cambiato banca e io non l'ho seguito. (1)
- Sono stato riassegnato dalla banca ad un altro consulente. (2)
- Ho chiesto di essere riassegnato dalla banca ad un altro consulente. (3)
- Io ho cambiato banca e il mio vecchio consulente era legato alla banca precedente. (4)

**End of Block: Profilo consulente**

---

**Start of Block: Pratiche relazionali**

Ti chiediamo di pensare alle caratteristiche del tuo consulente che influiscono positivamente sulla tua relazione con lui/lei.

Valuta le seguenti coppie di aspetti, assegnando un punteggio da 1 a 7, dove 1 indica che l'aspetto di sinistra è decisamente più importante di quello a destra e 7 che invece è l'aspetto di destra ad essere decisamente più importante.

	1	2	3	4	5	6	7	
Dettaglio delle risposte ricevute	<input type="radio"/>	Velocità nel dare risposte fornite						
Capacità di parlarti di argomenti tecnici	<input type="radio"/>	Possibilità di parlare non solo di investimenti.						
Utilizzo di materiale preconfezionato o fornito dalla banca	<input type="radio"/>	Utilizzo di appunti o materiale proprio						
Tendenza a seguire le tue idee di investimenti	<input type="radio"/>	Tendenza a proporre nuovi temi e soluzioni						
Durata della relazione	<input type="radio"/>	Frequenza degli incontri						
Discutere di temi relativi al tuo patrimonio	<input type="radio"/>	Discutere di temi diversi dal tuo patrimonio						
Incontrarti su appuntamento	<input type="radio"/>	Lo incontri senza appuntamento, quando puoi in base ai tuoi impegni						

Metti in ordine dal più al meno importante gli strumenti di comunicazione che il tuo consulente usa per comunicare con te e /o aggiornarti al di là degli incontri. Lascia pure nella colonna di sinistra gli strumenti che NON vengono utilizzati.

Ranking
_____ Blog (1)
_____ E-mail (2)
_____ Newsletter (3)
_____ Telefonate (4)
_____ SMS (9)
_____ Whatsapp (5)
_____ Sito web personale (6)
_____ Skype (7)
_____ Twitter (8)
_____ Linkedin (14)
_____ Corrispondenza per posta (15)

**End of Block: Pratiche relazionali**

---

**Start of Block: Contenuto della consulenza**

Vorremmo ora porti alcune domande relative alle caratteristiche che hanno influenzato il fatto di avere un consulente, piuttosto che non averlo.

Assegna un punteggio da 1 a 7 agli elementi che sono stati importanti nella decisione di avere un consulente, dove 1 indica che quell'aspetto è poco importante e 7 che lo è molto.

	1	2	3	4	5	6	7
Non ero soddisfatto/a dei rendimenti ottenuti gestendo da solo il mio denaro. (1)	<input type="radio"/>						
Mi è stato suggerito dal personale della mia banca. (2)	<input type="radio"/>						
Penso sia la scelta migliore per gestire il mio denaro perché il consulente ha una migliore conoscenza delle dinamiche del mercato finanziario. (3)	<input type="radio"/>						
Penso sia la scelta migliore per gestire il mio denaro perché il consulente ha molta più esperienza di me nel settore. (4)	<input type="radio"/>						

Penso sia la scelta migliore in questo periodo di incertezza economica. (10)

Mi può suggerire un numero maggiore di alternative di investimento rispetto a quelle che conosco io. (5)

Mi può aiutare a migliorare le mie competenze finanziarie. (6)

Può suggerire investimenti a basso costo. (14)

Referenze e passaparola. (9)

**End of Block: Contenuto della consulenza**

---

**Start of Block: Livello di fiducia**

Quanto ti fidi delle persone appartenenti a ciascuno di questi gruppi?

	Per nulla (1)	Poco (2)	Abbastanza (3)	Completamente (4)
Famiglia (1)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Vicini (2)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Conoscenti (3)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Gente che incontri per la prima volta (4)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Persone di un'altra nazione (6)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

---

Quanto ti fidi delle seguenti istituzioni?

	Per nulla (1)	Poco (2)	Abbastanza (3)	Completamente (4)
Il sistema bancario italiano (1)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
La mia banca (2)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Il mio consulente (3)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

End of Block: Livello di fiducia

---

Start of Block: Trasferibilità della fiducia



Assegna un punteggio da 1 a 7 agli aspetti che renderebbero più probabile che tu segua il tuo consulente in caso di un trasferimento ad altra banca.

	1 (1)	2 (2)	3 (3)	4 (4)	5 (5)	6 (6)	7 (7)
La varietà dei prodotti offerti alla clientela dalla nuova banca. (7)	<input type="radio"/>						
Condizioni economiche più vantaggiose nella nuova banca. (8)	<input type="radio"/>						
Reputazione della nuova banca/rete. (9)	<input type="radio"/>						
Entità dei guadagni conseguiti. (2)	<input type="radio"/>						
Dimensione del portafoglio gestito. (3)	<input type="radio"/>						
L'anzianità professionale del mio consulente. (5)	<input type="radio"/>						
Entità delle perdite subite. (6)	<input type="radio"/>						
Durata della relazione. (1)	<input type="radio"/>						
Informalità della relazione. (4)	<input type="radio"/>						

## End of Block: Trasferibilità della fiducia

---

### Start of Block: Fiducia - percepita dai clienti

Quanta fiducia riponi nel tuo consulente in una scala da 1 a 7, dove 1 indica che non ti fidi per niente e 7 che si fidi completamente?

1    2    3    4    5    6    7

fiducia ()	
------------	--

## End of Block: Fiducia - percepita dai clienti

---

### Start of Block: Trust game



Immagina di ricevere 10€ e di essere abbinato ad una persona che non conosci e con cui non puoi interagire. Devi decidere quanti euro vuoi trasferire a questa persona, sapendo che qualunque somma tu trasferisca sarà triplicata e che poi questa persona potrà decidere se restituirti una parte della somma finale e quanto.

Quanti euro trasferisci?

\_\_\_\_\_



Immagina di partecipare al seguente gioco: ad una persona che non conosci e con cui non puoi interagire sono stati dati 10€. Questa persona può decidere di darti una parte dei soldi sapendo che una volta trasferiti triplicheranno di valore nelle tue mani. Una volta ricevuta la somma X, tu avrai 3X e potrai decidere se restituire qualcosa all'altro giocatore e quanto.

Scrivi sotto quanto restituiresti per ognuno dei possibili trasferimenti che potresti ricevere

- Se ricevo 1 € - ho 3€ - restituisco (1) \_\_\_\_\_
- Se ricevo 2 € - ho 6€ - restituisco (2) \_\_\_\_\_
- Se ricevo 3 - ho 9€ - restituisco (3) \_\_\_\_\_
- Se ricevo 4 € - ho 12€ - restituisco (4) \_\_\_\_\_
- Se ricevo 5 € - ho 15€ - restituisco (5) \_\_\_\_\_
- Se ricevo 6 € - ho 18€ - restituisco (6) \_\_\_\_\_
- Se ricevo 7 € - ho 21€ - restituisco (7) \_\_\_\_\_
- Se ricevo 8€ - ho 24€ - restituisco (8) \_\_\_\_\_
- Se ricevo 9 € - ho 27€ - restituisco (9) \_\_\_\_\_
- Se ricevo 10 € - ho 30€ - restituisco (10) \_\_\_\_\_

**End of Block: Trust game**

---

**Start of Block: Overconfidence**

Troverai di seguito alcune domande di cultura generale, che non servono per valutare le tue conoscenze, ma il modo in cui prendi decisioni. Ti invitiamo a non cercare aiuto per le risposte su internet o altre fonti, ma di leggere con attenzione le istruzioni che seguono.

Rispondi in modo spontaneo ad ognuna delle domande dando un valore minimo e uno massimo entro cui ritieni che stia la risposta corretta, con un margine di errore del 20%. Per esempio, su 100 domande, un margine di errore del 20% significa sbagliare 20 domande.

---

Età di Martin Luther King quando è morto.

Minimo (1) \_\_\_\_\_

Massimo (2) \_\_\_\_\_

---

Numero degli Stati membri delle Nazioni Unite.

Minimo (1) \_\_\_\_\_

Massimo (2) \_\_\_\_\_

---

Anno di nascita di Wolfgang Amadeus Mozart.

Minimo (1) \_\_\_\_\_

Massimo (2) \_\_\_\_\_

---

Distanza aerea da Roma a Parigi (in Km).

Minimo (1) \_\_\_\_\_

Massimo (2) \_\_\_\_\_

---

Numero totale dei giocatori in campo durante una partita di hockey su ghiaccio.

Minimo (1) \_\_\_\_\_

Massimo (2) \_\_\_\_\_

A quante domande pensi di aver risposto correttamente (la risposta giusta si trova esattamente nell'intervallo da te fornito)?

▼ 0 (1) ... 5 (7)

**End of Block: Overconfidence**

---

**Start of Block: Avversione all'ambiguità**

#### SCENARIO A

Ci sono due urne separate:

La prima contiene 100 palline rosse o nere in proporzione non specificata

La seconda urna contiene 100 palline, di cui 50 sono nere e 50 sono rosse

Quale delle due lotterie preferiresti giocare?

- Estrazione di una pallina dall'URNA 1, con la possibilità di vincere 100€ se la pallina è ROSSA o 0€ se la pallina è NERA (1)
- Estrazione di una pallina dall'URNA 2, con la possibilità di vincere 100€ se la pallina è ROSSA o 0€ se la pallina è NERA (2)

#### SCENARIO B

Sei di nuovo di fronte alle STESSE due urne separate usate nello scenario precedente:

La prima contiene 100 palline rosse o nere in proporzione non specificata

La seconda urna contiene 100 palline, di cui 50 sono nere e 50 sono rosse

Quale delle due lotterie preferiresti giocare?

- Estrazione di una pallina dall'URNA 1, con la possibilità di vincere 100€ se la pallina è NERA o 0€ se la pallina è ROSSA (1)
- Estrazione di una pallina dall'URNA 2, con la possibilità di vincere 100€ se la pallina è NERA o 0€ se la pallina è ROSSA (2)

**End of Block: Avversione all'ambiguità**

---

**Start of Block: Demografiche**

Indica il tuo genere

- Maschio (1)
  - Femmina (2)
  - Preferisco non rispondere (3)
- 



Indica la tua età (in cifre)

\_\_\_\_\_

---

Indica il titolo di studio che possiedi

- Licenza media o inferiore (1)
  - Diploma di maturità (2)
  - Laurea triennale (3)
  - Laurea magistrale o a ciclo unico (4)
  - Dottorato o altra specializzazione post laurea (5)
-

Indica la tua situazione lavorativa

- Disoccupato (1)
  - Lavoratore autonomo (2)
  - Lavoratore dipendente (3)
  - Pensionato (4)
  - Altro (5)
- 

Stato civile

---

Possiedi una casa o un appartamento di tua proprietà?

- Sì (1)
- No (2)

**End of Block: Demografiche**

---