Università
Ca'Foscari
Venezia

Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

CORSO DI LAUREA MAGISTRALE

(ordinamento ex D.M. 270/2004)

IN ECONOMIA E FINANZA

Tesi di laurea

La consulenza finanziaria: regolamentazione e analisi del rapporto di fiducia tra cliente e consulente

Relatore

Ch. Prof. Gloria Gardenal

Laureanda

Chiara Cattai

Matricola 828564

Anno accademico

2015/2016

INDICE

INTRODUZIONE ...…… pag 7

CAPITOLO I

IL QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO

1.1 Introduzione ……pag 11

1.2 Legge n.1/1991 ……...…..pag 12

1.3 Direttiva 93/22 CEE (ISD) e nozione di servizio di consulenza ……..…...pag 12

1.4 La Direttiva Mifid e l'attuale nozione ……..……pag 14

1.4.1 Il requisito della personalizzazione ...……..pag 16

1.4.2 L'oggetto delle raccomandazioni ...……...…...…….....pag 17

1.5 L'intervento del CESR ...……...……...pag 18

1.6 Le tutele dell'investitore ...……...pag 20

1.6.1. Gli obblighi di informativa ai clienti al dettaglio ...……..……..pag 22

1.6.2. Gli obblighi di informativa agli investitori professionali ...……...….pag 23

1.7 Obblighi di informativa dal cliente ...…….. pag 25

1.8 I conflitti di interesse ...…….…pag 27

1.9 La Commissione di consulenza e gli incentivi ...……..pag 30

1.10 La Consulenza e Mifid II ...……..pag 34

CAPITOLO II

IL CONSULENTE INDIPENDENTE E LA PARTECIPAZIONE AL MERCATO FINANZIARIO IN ITALIA

2.1 Introduzione ……pag 39

2.2 Tipologie di consulenza ……...pag 41

2.3 Il consulente indipendente ……...……...pag 42

2.4 L'oggetto della consulenza finanziaria indipendente ……...pag 44
2.5 Principali differenze tra consulente indipendente e promotori/dipendenti bancari ……...pag 47
2.6 La partecipazione al mercato finanziario in Italia ……pag 51
2.7 Conoscenze finanziarie ……pag 62
2.8 Considerazioni conclusive……pag 65

CAPITOLO III

LA FIDUCIA NEL CONSULENTE FINANZIARIO: UN'ANALISI EMPIRICA

3.1 Introduzione ……pag 68
3.2 La letteratura ……pag 70
3.3 Analisi empirica……. ……..pag 74
3.4 Analisi descrittiva del campione……...pag 75
3. 5 Analisi dell'alfabetizzazione finanziaria ……..pag 79
3.6 Il gioco di investimento……...……..pag 85
3.7 Caratteristiche del consulente ……..pag 94
3.8 Analisi statistica del campione ……pag 99
3.9 Risultati ……...……...pag 107

CONCLUSIONE ……..pag 108

BIBLIOGRAFIA ……pag 110

APPENDICE ……pag 114

INDICE DELLE FIGURE, GRAFICI E TABELLE

Figura 1.1 I soggetti e le regole applicabili……pag 24
Figura 1.2 Timeline Mifid II……..pag 37
Figura 2.2 Confronto tra approccio tradizionale e approccio indipendente…...pag 50
Figura 2.3 Partecipazione al mercato finanziario delle famiglie italiane……...pag 51
Figura 2.4 Allocazione della ricchezza……...pag 52
Figura 2.5 Fattori alla base delle decisioni di investimento delle famiglie italiane ……..……..pag 53
Figura 2.6 Interesse per la consulenza……pag 54
Figura 2.7 Canali informativi per le scelte di investimento……....pag 55
Figura 2.8 Partecipazione al mercato finanziario delle famiglie italiane e diffusione del servizio di consulenza……pag 56
Figura 2.9 Servizio di consulenza per livello di istruzione e per modalità di ricezione del servizio……pag 59
Figura 2.10 Figura professionale alla quale si affidano gli investimenti……..pag 60
Figura 2.11 Opinioni sul consulente…….....pag 61
Figura 2.12 Conoscenze finanziarie di base……pag 62
Figura 2.13 Capacità logico – matematiche……...……..pag 63
Figura 2.14 Fattori da considerare in sede di investimento……..pag 64
Figura 2.15 Informazione da fornire all'intermediario……pag 65
Figura 3.27 Confronto fra trattamento non informato ed informato……...…..pag 100
Figura 3.29 Confronto tra trattamento non informato e profilo rosso……..…..pag 102
Figura 3.31 Confronto tra trattamento non informato e profilo blu……..……pag 104
Figura 3.33 Confronto tra trattamento non informato e profilo bianco…...…...pag 105

Grafico 3.1 Genere…...……..……..pag 75
Grafico 3.2 Età……..……....pag 76
Grafico 3.3 Istruzione…….……..pag 77
Grafico 3.4 Professione……..……..……pag 78
Grafico 3.5 Reddito……...……...pag 78
Grafico 3.6 L'interesse……pag 79

Grafico 3.7 L'inflazione…….……..pag 80
Grafico 3.8 L'investimento del denaro.……pag 81
Grafico 3.12 La diversificazione del rischio……..pag 85
Grafico 3.13 Struttura del gioco di investimento…….……..pag 86
Grafico 3.14 Guadagni dei giocatori……..pag 87
Grafico 3.22 Consulente finanziario……...pag 94
Grafico 3.23 Titolo di studio……...……..……pag 95
Grafico 3.24 Numero degli anni di esperienza……..……pag 96
Grafico 3.25 La flessibilità del rapporto……..……...pag 97
Grafico 3.26 La permanenza di lunga durata…….……....pag 98

Tabella 2.1 Principali differenze tra promotore e consulente indipendente...…..pag 48
Tabella 3.9 Il ruolo del mercato finanziario……...……..pag 82
Tabella 3.10 Le azioni……...……pag 82
Tabella 3.11 Le obbligazioni……...……...pag 83
Tabella 3.15 Trasferimenti al consulente……...pag 89
Tabella 3.16 Trasferimenti inferiori e superiori alla media nel trattamento no info…….……pag 90
Tabella 3.17 Trasferimenti medi al consulente……..pag 91
Tabella 3.18 Trasferimenti superiori alla media nel trattamento info……pag 91
Tabella 3.19 Trasferimenti inferiori alla media nel trattamento info……..pag 92
Tabella 3.20 Trasferimenti medi nel trattamento informato e non informato……pag 92
Tabella 3.21 Trasferimenti inferiori e superiori alla media nel trattamento info...pag 93
Tabella 3.28 Test trattamento non informato ed informato: pvalue…….pag 101
Tabella 3.30 Test trattamento non informato e profilo rosso: pvalue……..pag 103
Tabella 3.32 Test trattamento non informato e profilo blu: pvalue…….pag 105
Tabella 3.34 Test trattamento non informato e profilo bianco: pvalue……pag 106

INTRODUZIONE

La consulenza finanziaria è considerata dalla finanza comportamentale lo strumento che riesce ad indirizzare le decisioni dei risparmiatori con l'obiettivo di ridurre gli errori cognitivi che possono influenzarne le scelte.

Kahneman e Riepe (1998) ritengono, in particolare, che la consulenza è "l'attività prescrittiva il cui obiettivo principale consiste nel guidare gli investitori nel processo decisionale nel loro migliore interesse"; di conseguenza, si consente anche alla clientela meno esperta di conseguire positivi risultati reddituali, di evitare errori comportamentali e di ridurre rischi di portafoglio non coerenti con le aspettative di rendimento.

Le perdite che possono essere subite o i risultati non soddisfacenti del portafoglio gestito autonomamente dal risparmiatore sono spesso attribuibili alla mancanza di sufficienti informazioni e conoscenze dei mercati finanziari, oppure a comportamenti irrazionali che posso portare l'investitore a compiere scelte di investimento prive di metodo.

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

Il servizio di consulenza finanziaria è quindi un procedimento che prevede da una parte una componente di educazione finanziaria alla clientela e dall'altra un metodo consapevole di costruzione del portafoglio.

In particolare, attraverso l'educazione finanziaria, gli investitori migliorano la comprensione dei prodotti finanziari e, attraverso l'informazione e l'istruzione, aumentano le conoscenze e la fiducia necessarie affinchè vi sia una maggiore consapevolezza dei rischi finanziari e delle opportunità, in modo tale da poter compiere scelte efficaci per migliorare il loro benessere finanziario (come ad esempio capire a chi rivolgersi per fruire di un servizio di consulenza).

Nel nostro Paese, la crisi finanziaria ha contribuito a ridurre in maniera ulteriore la propensione dei risparmiatori a detenere strumenti finanziari rischiosi (azioni,

obbligazioni) ed è aumentata la quota di famiglie che detengono attività finanziarie esclusivamente sotto forma di depositi e circolante.

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

Inoltre, nei periodi di instabilità sui mercati finanziari, i servizi di consulenza che si adattano alle caratteristiche dei clienti e fondati su legami di fiducia consolidati, possono contenere la tendenza a comportamenti irrazionali, che portano i risparmiatori a uscire completamente dai mercati finanziari ed aumentano le crisi di liquidità.

Il ruolo dei servizi di consulenza nell'orientare i comportamenti degli investitori retail rappresenta dunque un tema di policy di grande rilevo.

Per questo motivo il legislatore comunitario, nell'ambito della direttiva MiFID, ha ritenuto necessario ricomprendere la consulenza fra i servizi di investimento, assoggettandola a regole di condotta piuttosto stringenti al fine di aumentare la tutela offerta al risparmiatore.

Nel primo capitolo di questo elaborato, viene analizzato il quadro normativo di riferimento, mettendo in luce le principali novità introdotte dalla direttiva MiFID (*Market in Financial Instruments Directive*).

Ultimamente, infatti, la consulenza finanziaria è stata riesaminata da parte di regolatori e intermediari successivamente al recepimento della Direttiva MiFID, che ha ricondotto la consulenza in materia d'investimenti nell'ambito dei servizi d'investimento.

Dal punto di vista normativo la consulenza è considerata servizio d'investimento quando è proposta ad una persona tenendo in considerazione le sue qualità d'investitore, quindi quando risulta essere personalizzata.

Deve avere ad oggetto un singolo strumento finanziario e una specifica operazione sullo stesso: al contrario, si parlerà di consulenza generica: rientrano in questa casistica l'attività di *asset allocation* o di *financial planning*, ovvero quando un intermediario studia con il proprio cliente un piano finanziario di lungo periodo adatto alle sue caratteristiche di investitore.

Si analizzeranno poi nello specifico le tappe che compongono l'evoluzione normativa della consulenza finanziaria, soffermandosi sulle tutele previste per l'investitore e sul concetto di conflitto di interesse.

Nel secondo capitolo l'attenzione è posta sull'introduzione da parte della direttiva MiFID della consulenza indipendente: la complessità degli strumenti e servizi diffusi sul mercato, nonostante l'aumento dell' educazione finanziaria e la maggiore diffusione delle informazioni, non consente in tutti i casi al risparmiatore di conoscere a pieno i rischi e le opportunità ad essi collegati; gli investimenti, quindi, spesso non risultano produttivi, portando anche alla perdita della gran parte del capitale investito.

Di conseguenza, gli investitori vengono indotti a rivolgersi a soggetti che forniscono un servizio professionale e obiettivo, come appunto i consulenti indipendenti.

In seguito, dopo aver esposto le principali differenze tra promotore e consulente indipendente, ci si sofferma su uno studio condotto dalla Consob nel 2015 relativo alla partecipazione delle famiglie al mercato finanziario e alla percezione dei servizi di consulenza da parte della clientela, che consente di tracciare un quadro generale sulla diffusione di tale servizio.

Dallo studio è emerso che, per quanto riguarda la propensione a ricorrere ad un consulente finanziario che assista l'investitore durante il processo di investimento, solo il 24 % degli investitori risulta essere interessato a questo servizio.

In particolare, con riferimento al consulente indipendente, solo il 2% delle famiglie italiane ricorre a questa figura professionale, a conferma della scarsa diffusione del servizio di consulenza indipendente nel nostro Paese.

Infine, nell'ultimo capitolo, attraverso un'analisi empirica, ci si pone l'obiettivo di indagare quali siano i fattori che influenzano il processo di fiducia tra investitore e consulente; nel dettaglio la domanda a cui si cerca di dare risposta intende constatare se avere informazioni sul consulente finanziario influenzi significativamente la fiducia in lui riposta.

Per dare risposta a questo quesito, è stato diffuso un questionario sottoposto il 25 settembre 2015 in occasione della Notte della Ricerca, un evento pubblico organizzato dall' Università Ca' Foscari di Venezia.

I soggetti ai quali è stato somministrato sono persone comuni, non professionisti.

Come ci si potrebbe aspettare, essendo un evento organizzato dall'università, si potrebbero individuare soggetti con livello di istruzione medio-alto.

Il questionario si compone di tre parti, la prima è volta a raccogliere informazioni sui partecipanti, in particolare a misurare il loro livello di alfabetizzazione finanziaria; la

seconda rappresentata da un gioco di investimento con l'obbiettivo di analizzare il rapporto di fiducia tra consulente e investitore e l'ultima parte riguarda le informazioni socio – demografiche dei partecipanti.

Successivamente sono stati applicati una serie di test statistici proprio al fine di capire se disporre o meno di informazioni sul consulente finanziario può influenzare la fiducia in lui riposta.

CAPITOLO I

IL QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO

1.1 – Introduzione

In questo primo capitolo vengono analizzate innanzitutto le tappe fondamentali che hanno caratterizzato il processo normativo avente ad oggetto la consulenza finanziaria.
In particolare, l'attenzione verrà posta prevalentemente sulla direttiva MiFID (*Market in Financial Instruments Directive*), sulle principali novità che ha introdotto nell'ambito della disciplina della prestazione servizio di consulenza.
Rispetto al passato, la differenza fondamentale risulta essere la qualificazione giuridica: la consulenza è considerata un servizio di investimento autonomo che deve essere prestato nell'interesse del cliente, cambia quindi la relazione tra cliente e investitore che ora è incentrata più sul servizio prestato al cliente piuttosto che sullo specifico strumento commercializzato.
Un ulteriore novità riguarda la definizione specifica di servizio di consulenza introdotta dalla direttiva, ovvero "*prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari*".
Emergono quindi due elementi caratterizzanti, che verranno approfonditi nel corso del capitolo: il requisito della personalizzazione e l'oggetto delle raccomandazioni.
Inoltre, verranno esposte le principali tutele previste per l'investitore, tra cui le disposizioni in materia di conflitti di interesse e di incentivi (in quanto è fondamentale evitare di incorrere in situazioni che potrebbero mettere a rischio il dovere del consulente di agire in modo onesto, equo e professionale), gli obblighi di informativa agli investitori ma anche i doveri informativi che spettano al cliente con riferimento all'intermediario, in quanto quest'ultimo deve essere messo nella condizione di poter creare una corretta profilatura del risparmiatore.
Il capitolo si conclude con l'esposizione delle principali novità introdotte dalla direttiva MiFID II, che rientra nell'ambito di un'ampia revisione del regime europeo in materia, e si pone tra i vari obiettivi quello di fornire una maggiore protezione agli investitori *retail* e quello di introdurre il nuovo concetto di consulenza indipendente, innovando in maniera significativa il settore.

1.2 – Legge n.1/1991

Nel corso degli anni il servizio di consulenza finanziaria ha subìto un'evoluzione normativa, sia nazionale che europea.
La prima caratterizzazione della consulenza finanziaria in Italia è presente all'interno della Legge n°1 del 2 gennaio 1991 (Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari).
La normativa riporta la distinzione fra due tipologie di attività di consulenza finanziaria: la consulenza in materia di valori mobiliari, nonché la consulenza sugli investimenti, e la consulenza in materia di struttura finanziaria, la cosiddetta finanza aziendale o *corporate finance*. Con riguardo alla prima tipologia, si fa riferimento all'attività di intermediazione mobiliare di esclusiva competenza delle SIM (Società di intermediazione mobiliare), delle banche e della categoria degli agenti di cambio, assoggettata quindi al rilascio di un'apposita autorizzazione.
La seconda tipologia rientra fra i servizi accessori, esercitabile senza alcun tipo di registrazione (Cofip, 2014).

1.3 - Direttiva 93/22 CEE (ISD) e nozione di servizio di consulenza

Successivamente, da attività di intermediazione mobiliare e quindi di servizio di investimento riservato a pochi operatori, la consulenza finanziaria viene fatta rientrare tra i servizi accessori e chiunque può prestarla liberamente.
Nello specifico, la Direttiva 93/22/CE del 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento mobiliari, liberalizza l'attività di consulenza includendola tra i servizi accessori e rendendola un servizio che qualunque persona fisica o giuridica può offrire senza essere assoggettata ad alcuna riserva di attività o ad alcuna autorizzazione. Tale direttiva viene recepita nel nostro ordinamento con il D.Lgs. 23 luglio 1996, n. 415 (decreto Eurosim) e poi confermata con l'emanazione del Tuf (cfr. previgente art. 1, comma 6, lett. f, D.Lgs. n. 58/1998).
L'assenza di autorizzazione per l'esercizio della consulenza ne consente a chiunque la prestazione, ma gli unici soggetti tenuti al rispetto di una disciplina sono gli intermediari i quali, anche nello svolgimento dei servizi accessori, risultano essere

assoggettati alle stesse regole imposte loro per lo svolgimento delle attività principali (Sabbatini, 2008).

In una comunicazione della Consob del 1999 emerge, infatti, che "*la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari è pertanto libera e può esplicarsi sia in forma individuale che in forma societaria; nella prestazione del servizio di consulenza i soggetti diversi dagli intermediari autorizzati non sono tenuti al rispetto della disciplina delineata dal decreto 58/1998 e dai regolamenti attuativi previsti dal medesimo decreto*" (Comunicazione Consob, 26 marzo 1999).

In assenza di una definizione precisa di servizio di consulenza, negli anni Novanta la Consob realizza una ricostruzione in via interpretativa della fattispecie, ritenendo che il servizio accessorio di consulenza consista "*nel fornire al cliente indicazioni utili per effettuare scelte di investimento e nel consigliare le operazioni più adeguate in relazione alla situazione economica e agli obiettivi del cliente stesso*".

In particolare tale servizio risulta essere caratterizzato:

a) dall'esistenza di un rapporto bilaterale e personalizzato fra il consulente e il cliente, fondato sulla conoscenza degli obiettivi di investimento e della situazione finanziaria del cliente stesso, così che le indicazioni siano elaborate in considerazione della situazione individuale dello specifico investitore;

b) dalla posizione di strutturale indipendenza del consulente rispetto agli investimenti consigliati;

c) dall'inesistenza di limiti predeterminati in capo al consulente circa gli investimenti da consigliare;

d) dalla circostanza che l'unica remunerazione percepita dal consulente sia quella ad esso pagata dal cliente nel cui interesse il servizio è prestato.

Tale attività viene considerata consulenza in senso proprio, distinta rispetto alla consulenza incidentale. Quest'ultima, presentando una portata meno ampia, viene assorbita dalla disciplina riguardante i servizi principali; infatti consiste nel fornire indicazioni e informazioni relative ad un determinato prodotto o servizio, in sede di collocamento o vendita dello stesso.

Per questo motivo viene considerata una generica attività strumentale al collocamento del servizio o del prodotto in questione e non un'attività autonoma di consulenza.

La possibilità di rilasciare consigli o raccomandazioni di investimento, sia specifici, quindi riferiti a determinati strumenti finanziari, sia generali, ovvero relativi a classi, gruppi, tipologie di investimenti (consulenza in senso proprio), viene disciplinata in maniera diversa con riguardo alle varie categorie di soggetti.

In particolare, nella prestazione del servizio gli intermediari abilitati tra cui banche e SIM, sono tenuti ad osservare le regole generali di comportamento allora previste con riguardo ai servizi di investimento. Vigono pertanto gli obblighi di operare con diligenza, trasparenza e correttezza nell'interesse dei clienti; di acquisire e fornire informazioni adeguate; di svolgere in termini generali una gestione indipendente, sana e prudente (art. 21 TUF; artt. 26 ss. Regolamento Consob 11522/1998).

Inoltre vengono applicate le disposizioni in materia di conflitto di interessi.

Al contrario, non sono obbligati al rispetto di tali regole i soggetti diversi dagli intermediari, ai quali viene richiesto l'uso della diligenza e della professionalità richieste dalla natura della loro prestazione, applicando in tal modo le regole del diritto comune.

Ne consegue che gli intermediari risultano essere sottoposti a vincoli più stringenti rispetto ai soggetti per i quali non viene prevista nessuna forma di vigilanza o di controllo (Guffanti, 2011).

1.4 - La Direttiva Mifid e l'attuale nozione

La terza caratterizzazione del concetto di consulenza finanziaria si presenta a seguito dell'entrata in vigore della Direttiva 2004/39/CE (MIFID, Market in Financial Instruments Directive) e del conseguente recepimento nel Testo Unico della Finanza (TUF). La consulenza in materia di investimenti torna ad essere attività riservata e viene inclusa nuovamente tra i servizi e le attività di investimento, per la cui prestazione è pertanto indispensabile ottenere la necessaria autorizzazione (Cofip, 2014).

Il recepimento della Direttiva Mifid nell'ordinamento nazionale ha quindi elevato l'attività di consulenza in materia di investimento a servizio finanziario riservato a soggetti autorizzati; infatti, la consulenza finanziaria ai risparmiatori è da sempre considerata importante ed essenziale al fine di consentire alla clientela meno esperta di

conseguire positivi risultati reddituali, di evitare errori comportamentali e di ridurre rischi di portafoglio non coerenti con le aspettative di rendimento (Scolari,2013).

Il servizio è specificamente individuato come "*la prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'intermediario, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari*".

Viene poi precisato 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*"(art. 1 comma 5-septies, TUF).

In base a tale distinzione non è più utile la differenziazione preesistente tra la consulenza generale e la consulenza strumentale.

L'impostazione della Mifid risulta molto diversa: è presente un'unica definizione del servizio – basata sulla prestazione di una raccomandazione personalizzata volta a suggerire un investimento relativo a uno specifico strumento finanziario – a cui si ricollega l'obbligo di valutare l'adeguatezza.

Ne deriva la necessità di considerare un'ampia definizione che comprenda non solo la consulenza erogata dall'intermediario e quella richiesta dal cliente, ma anche la consulenza strumentale, con l'obiettivo di non privare della protezione – rappresentata dall'obbligo di valutare l'adeguatezza - le raccomandazioni insite nello svolgimento di un altro servizio.

Affinché vi sia consulenza è necessario che venga resa non una semplice informazione relativa ad un'operazione su uno strumento finanziario, ma una raccomandazione: l'intermediario non deve limitarsi a riportare dei fatti o degli eventi rilevanti, ma deve esprimere un consiglio, un giudizio o una valutazione sulla rilevanza dei fatti o eventi ai fini delle scelte di investimento del cliente.

Di seguito, al fine di individuare i confini della fattispecie, si esaminano i singoli profili che caratterizzano il servizio (Guffanti, 2011).

1.4.1 - Il requisito della personalizzazione

Tale requisito si ha quando la raccomandazione è presentata come adatta al cliente o quando la stessa viene fornita tenendo in considerazione le sue caratteristiche personali. È irrilevante a tal fine che la raccomandazione, presentata come adeguata per il cliente, sia effettivamente adeguata. Quindi, affinché vi sia consulenza, la semplice presentazione di una raccomandazione come adeguata rappresenta il requisito necessario, anche se non sufficiente.

Il cliente, infatti, deve poter fare affidamento sulle raccomandazioni che vengono presentate come adatte per lui, data la forte dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate.

Considerando un altro tipo di soluzione, la regola di condotta sarebbe elevata a elemento necessario della fattispecie e ciò determinerebbe l'esclusione delle raccomandazioni non adeguate dalla nozione di consulenza, con la conseguente non applicazione dell'obbligo di verifica dell'adeguatezza posto a tutela dell'investitore.

Di conseguenza anche il rilascio di una raccomandazione presentata al cliente come adatta, anche se in realtà inadeguata, fa parte del servizio di consulenza.

Specularmente, l'obbligo di fornire solo raccomandazioni adeguate sussiste nel momento in cui l'intermediario fornisce ad un investitore una raccomandazione personalizzata. Ciò si verifica in due casi: quando risulta adatta per il cliente e quando si basa sulla considerazione delle sue caratteristiche.

Dato che il solo fatto di essere rivolta a un dato investitore non è sufficiente a rendere personalizzata una raccomandazione, devono essere adeguate solo le raccomandazioni effettivamente personalizzate, infatti: "*l'obbligo di valutare l'adeguatezza non si accompagna a qualsiasi raccomandazione fornita a un cliente, ma costituisce una regola di condotta da osservare quando si voglia rappresentare la raccomandazione come a lui adatta*".

Da ciò si evince che il requisito della personalizzazione non fa rientrare nella definizione della consulenza le raccomandazioni generali, anche se hanno come oggetto uno specifico strumento finanziario, in quanto non sono rivolte ad un soggetto preciso e quindi non tengono conto delle sue caratteristiche. Si tratta in questo caso delle raccomandazioni standardizzate dirette al pubblico tramite quotidiani, riviste ecc.

Occorre evidenziare che è considerata attività di consulenza il fornire raccomandazioni che hanno ad oggetto uno specifico strumento finanziario e che prendano in considerazione le caratteristiche del cliente anche se quest'ultimo si avvale di internet per ottenerle.
Di conseguenza, le raccomandazioni fornite tramite canali di distribuzione configurano consulenza se presentano i requisiti per essere considerate personalizzate (Guffanti, 2011).

1.4.2 - L'oggetto delle raccomandazioni

Il secondo requisito del servizio di consulenza è dato dal fatto che l'oggetto delle raccomandazioni deve essere rappresentato da uno specifico strumento finanziario; può comunque riguardare più strumenti finanziari qualora il cliente li ritenga valide alternative di investimento.
Viene invece sottratta alla riserva di attività la cosiddetta *asset allocation*, in quanto non è relativa ad uno specifico strumento ma a varie tipologie ed è per questo considerata consulenza generica. Potrebbe rientrare nella nozione di consulenza nel caso in cui l'intermediario indicasse al cliente un particolare strumento finanziario all'interno dell'*asset class*.
In quest'ambito, se questa attività di consulenza generica fosse prestata da una SIM o da un qualunque altro soggetto abilitato, le regole di condotta devono comunque essere rispettate; ciò significa che se la consulenza generica prestata al cliente risulta essere inadeguata quando invece è stata presentata come adatta, verrebbe violato l'obbligo di agire in modo onesto.
Proprio perché si riferisce a un'attività specifica e non generale, la consulenza può essere svolta solo con riferimento a operazioni che appartengono a una delle seguenti categorie:

- "comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare, riscattare, detenere un determinato strumento finanziario o assumere garanzie nei confronti dell'emittente rispetto a tale strumento;

- esercitare o non esercitare qualsiasi diritto conferito da un determinato strumento finanziario a comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare o riscattare uno strumento finanziario."

Pertanto, non rientra in tale fattispecie il fornire raccomandazioni personalizzate relative a servizi d'investimento e sono escluse inoltre le raccomandazioni personalizzate relative a prodotti che non rientrano tra gli strumenti finanziari (ad esempio prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione e da banche).
Nonostante ciò, viene comunque esteso l'obbligo di verifica dell'adeguatezza anche ai consigli di investimento relativi a tali prodotti (art 25 bis, TUF).

1.5 - L'intervento del CESR

L'individuazione dei confini precisi dell'attività di consulenza presenta delle aree di incertezza, pertanto si è reso necessario l'intervento del CESR (*The Committee of European Securities Regulators*)[1] che ha fornito delucidazioni su vari aspetti molto rilevanti.
In primo luogo, viene presa in considerazione la distinzione tra raccomandazione e semplice informazione: quest'ultima ad esempio è rappresentata dalla quotazione dei prezzi delle azioni, dal fornimento di informazioni su emittenti, dalla spiegazione delle condizioni contrattuali che regolano un investimento, dal confronto tra i benefici e i rischi di un investimento rispetto ad un altro, dalla redazione e pubblicazione di tabelle che mostrano rendimenti di alcuni investimenti rispetto a determinati criteri, dall'elenco delle operazioni personali degli amministratori per quanto riguarda la azioni delle società per le quali operano, dall'invio di avvisi al verificarsi di specifici eventi.

[1] Il Committee of European Securities Regulators è un comitato, istituito nel 2001, il cui compito è quello, oltre di esercitare una funzione consultiva nei confronti della Commissione Europe (in cui rientra la predisposizione della disciplina di attuazione di direttive e regolamenti relativi ai mercati finanziari) di assicurare il coordinamento delle autorità nazionali per quanto riguarda l'attuazione della disciplina comunitaria all'interno dei singoli Stati.

In quest'ambito occorre però valutare le modalità con cui l'informazione viene resa: infatti l'invio di un avviso relativo al raggiungimento di un certo *target price* può trasformarsi in raccomandazione nel momento in cui l'intermediario ha consigliato al cliente di acquistare questo strumento quando quest'ultimo avesse raggiunto tale prezzo.
In secondo luogo, si prende in considerazione l'oggetto delle raccomandazioni, per il quale vengono fornite due precisazioni.
Innanzitutto si stabilisce che l'attività di consulenza non deve essere necessariamente ampia, relativa ad un vasto insieme di strumenti finanziari, ma può riferirsi anche ad un insieme limitato. Una seconda precisazione riguarda la gestione dei portafogli, che viene assoggettata al test di adeguatezza, a prescindere dal fatto che configurino o meno raccomandazioni personali.
Inoltre viene chiarito che rientra nell'ambito della consulenza anche una raccomandazione a non comprare un dato strumento finanziario, ferma restando la presenza degli altri requisiti richiesti dalla normativa; e che rappresenta servizio di consulenza anche il consigliare l'investimento di diversi strumenti finanziari tra loro alternativi.
In terzo luogo, un altro aspetto rilevante è dato dal concetto di personalizzazione: si qualifica come consulenza una raccomandazione presentata come adatta per il destinatario e quindi personalizzata, indipendentemente dal fatto che sia inadeguata per il cliente. Ciò comunque rappresenta una violazione di un dovere da parte del consulente ma non impedisce di qualificare il consiglio come una raccomandazione personalizzata.
Infine, un ulteriore tema riguarda le modalità di comunicazione delle raccomandazioni ai clienti, tra cui l'invio di una stessa raccomandazione a più soggetti contemporaneamente. Occorre in questo caso distinguere se si è in presenza di una raccomandazione generale e quindi rivolta a più persone in modo impersonale, o personalizzata.
Rientra nell'attività di consulenza anche l'invio di una medesima raccomandazione a più clienti se formulata in modo da essere percepita dal cliente come un consiglio di investimento fornito considerando le caratteristiche personali che sono state il criterio di selezione dei destinatari del messaggio (Guffanti, 2011).

1.6 - Le tutele dell'investitore

Innanzitutto occorre prendere in considerazione la differenza introdotta dalla legislatura comunitaria tra investitori professionali, controparti qualificate e investitori al dettaglio, al fine di comprendere le specifiche forme di protezione previste.

Gli investitori professionali sono coloro che possiedono conoscenze, esperienze e competenze tali da far ritenere che le loro scelte di investimento siano prese in maniera consapevole e in seguito ad un'accurata valutazione dei rischi.

Rientrano in questa categoria tutti i soggetti autorizzati a operare nei mercati finanziari: imprese di assicurazione, organismi di investimento collettivo e relative società di gestione, fondi pensione e relative società di gestione, enti creditizi, imprese d'investimento, altri istituti finanziari autorizzati, negoziatori in conto proprio su merci e derivati su merci, membri di una Borsa, altri investitori istituzionali.

Vengono inoltre considerati investitori professionali: tutte le aziende che soddisfano per lo meno due dei criteri dimensionali tra il totale di bilancio pari a 20 milioni di euro, fondi propri pari a 2 milioni e fatturato netto pari a 40 milioni; i Governi nazionali e regionali, gli Enti pubblici incaricati della gestione del debito pubblico, le banche centrali, le istituzioni internazionali e sovra nazionali, come ad esempio il Fondo Monetario Internazionale, la Banca Centrale Europea, la Banca Europea degli Investimenti e altre organizzazioni internazionali analoghe.

Infine sono da considerare anche gli altri investitori istituzionali la cui attività principale consista nell'investire in strumenti finanziari, compresi gli enti che effettuano la cartolarizzazione di attivi o altre transazioni finanziarie.

Questi sono i soggetti che di diritto rientrano tra gli investitori professionali, ma possono essere annoverati in questa categoria, su richiesta, anche altri organismi del settore pubblico o singoli investitori privati che soddisfano due dei seguenti criteri: avere eseguito sul mercato operazioni di dimensioni significative con una frequenza media di dieci operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti; aver lavorato per almeno un anno nel settore finanziario in una posizione che presupponga la conoscenza delle operazioni e dei servizi previsti nel contratto con l'intermediario; detenere un portafoglio di strumenti finanziari, tra cui anche depositi in contante, di almeno 500.000 euro.

Passando invece all'analisi della controparte qualificata, si prende in considerazione un sottoinsieme della categoria degli investitori professionali.
Coloro che rientrano in questa classe di investitori godono di una minore protezione (e allo stesso tempo di una maggiore libertà d'azione) nei servizi di esecuzione di ordini, di negoziazione in conto proprio e di ricezione e trasmissione di ordini.
È comunque possibile richiedere all'intermediario di essere considerati come clienti professionali o al dettaglio.
Rientrano in questa categoria le imprese di investimento e gli enti creditizi, i fondi d'investimento e le loro società di gestione, le imprese di assicurazioni, i fondi pensione e le loro società di gestione, altre istituzioni finanziarie autorizzate o regolamentate secondo il diritto comunitario o il diritto interno di uno Stato membro, le imprese che non rientrano nella sfera di applicazione della direttiva, i Governi nazionali e gli organismi pubblici incaricati di gestire il debito pubblico, le Banche centrali e gli organismi sovranazionali; le grandi aziende che soddisfino i criteri indicati in precedenza.
Infine, nella categoria dei clienti al dettaglio vengono inclusi tutti gli investitori individuali che non rientrano nelle classi precedenti.
Gli intermediari sono tenuti a rispettare specifiche norme di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento, come conseguenza del maggior livello di protezione previsto dalla direttiva per questa classe di investitori.
La direttiva Mifid non prevede una completa disapplicazione delle norme di condotta degli intermediari nei confronti dei clienti che non siano stati classificati come clienti al dettaglio, piuttosto applica una graduazione degli adempimenti a seconda che il cliente sia al dettaglio, professionale o controparte qualificata.
L'intermediario, prima di prestare qualsiasi servizio e in base alle informazioni di cui dispone, deve informare il cliente con riferimento alla classe che gli è stata assegnata.
Quest'ultima può essere cambiata dal cliente, il quale può richiedere un livello di protezione maggiore o, se ne ricorrono le condizioni, inferiore.

1.6.1 - Gli obblighi di informativa ai clienti al dettaglio

Le informazioni che devono essere messe a disposizione del cliente al dettaglio sono numerose.

Innanzitutto, prima della prestazione di un servizio d'investimento, vi è l'obbligo generale di fornire ai clienti informazioni chiare, corrette e non fuorvianti.

Quindi ad esempio non è possibile presentare i vantaggi che derivano da un investimento senza mettere in luce anche i rischi che potrebbe comportare; o ancora non è possibile confrontare diversi strumenti finanziari senza esplicitare le assunzioni sottostanti e le fonti di informazione utilizzate.

Nel presentare i risultati passati di uno strumento o di un indice finanziario occorre utilizzare un periodo di almeno cinque anni o, se non disponibile, almeno di 12 mesi.

Se si tratta di risultati lordi, è necessario precisare l'importo delle commissioni o di altri oneri.

Inoltre, ai clienti devono essere fornite informazioni dettagliate sull'intermediario che fornisce il servizio, sulle modalità di comunicazione utilizzate, sulla frequenza della documentazione da inviare, sui conflitti d'interesse e sulla strategia utilizzata per gestirli. Nel caso di prestazione di servizi di gestione del portafoglio, il cliente deve essere informato sulla frequenza e il metodo di valutazione degli strumenti finanziari contenuti nel portafoglio, sul parametro di riferimento al quale si ricorre per confrontare il rendimento del portafoglio dell'investitore, sugli strumenti finanziari che potranno essere inclusi nel portafoglio, sugli obiettivi della gestione, sul livello di rischio e sull'ampiezza della loro discrezionalità.

Infine, l'intermediario deve rendere noto se sono previste eventuali deleghe di gestione e in questo caso deve indicarne la natura.

Anche per quanto riguarda l'informativa sulla tutela degli strumenti finanziari detenuti per conto dell'investitore, nonché sull'esistenza di garanzie che l'intermediario può vantare, vengono previste norme specifiche.

Quando l'intermediario utilizza per proprio conto strumenti finanziari che fanno capo a un suo cliente (come ad esempio il caso dell'operazione di prestito titoli), deve fornirgli un'informazione adeguata comprensiva delle condizioni di restituzione e di eventuali rischi che ne derivano.

Un ulteriore onere a capo degli intermediari è quello di informare il cliente al dettaglio del corrispettivo totale del servizio d'investimento richiesto, comprese tutte le competenze, le commissioni, gli oneri e le spese collegate, e tutte le imposte che verranno pagate tramite l'intermediario.
Dovranno essere comunicati al cliente anche eventuali costi inerenti al rischio di cambio o quelli indiretti relativi, ad esempio, a obblighi tributari cui l'investitore deve adempiere per proprio conto e non attraverso l'intermediario.

1.6.2 - Obblighi di informativa agli investitori professionali

Gli obblighi a carico degli intermediari di fornire informazioni corrette, chiare e non fuorvianti sono previsti anche con riferimento agli investitori professionali.
In tal caso tuttavia le comunicazioni, anche quelle relative alla natura e ai rischi degli investimenti, vengono adattate alla natura particolare dell'investitore.
Vige, inoltre, lo stesso obbligo di precisare eventuali diritti di garanzia o privilegi che l'impresa detiene o potrebbe detenere sugli strumenti finanziari o fondi del cliente.
Risultano invece meno stringenti le norme sulle informazioni relative ai costi dei servizi finanziari.
Un'altra differenza significativa riguarda il servizio di gestione del portafoglio.
Nel caso dei clienti professionali, in considerazione della loro maggiore dimestichezza con i mercati finanziari, non c'è l'obbligo, ma soltanto la facoltà, di adottare un benchmark coerente alla gestione, per consentire al cliente di valutare adeguatamente il servizio prestato.
Nei servizi di esecuzione di ordini, di negoziazione in conto proprio e di ricezione e trasmissione di ordini non si applicano alle controparti qualificate tutte le norme di comportamento descritte in precedenza e relative agli obblighi di informativa.
Queste ultime trovano invece applicazione nella prestazione di altre tipologie di servizio (Sabbatini, 2008).

Figura 1.1: I soggetti e le regole applicabili

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

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

Per attribuire la qualifica di investitore professionale l'intermediario deve sottoporre il cliente a un test di competenza che, nel caso di soggetti giuridici, andrà svolto con i dirigenti e gli amministratori, o con la persona autorizzata a effettuare le operazioni per loro conto.

È l'impresa di investimento che decide, a sua discrezione, se accettare o meno la richiesta del cliente di essere considerato professionale, o in generale o in riferimento a uno specifico servizio d'investimento.

Ed è la stessa impresa d'investimento che può tornare sulla sua decisione se riterrà che non ne ricorrano più i presupposti.

Spetterà a successivi regolamenti della Consob, per i soggetti privati, e del ministero dell'Economia, per quelli pubblici, individuare quali altri investitori potranno essere trattati come clienti professionali su loro richiesta.

1.7 – Obblighi di informativa dal cliente

Tra le regole generali di condotta che i consulenti devono rispettare vi è l'obbligo di verificare che gli investimenti siano adeguati a chi li richiede.

Questo tipo di assistenza è prevista per i servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli e costituisce una regola non derogabile: infatti un'operazione non adeguata non può essere consigliata, nemmeno se fosse autorizzata dall'investitore.

Per adempiere a quest'obbligo, l'intermediario deve richiedere e ottenere dal cliente informazioni dettagliate, necessarie al fine di verificare:

- conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio, inclusi i tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza; la natura, la dimensione, la frequenza delle operazioni finanziarie già compiute e il periodo durante il quale sono state eseguite; il livello di istruzione e la professione svolta;
- situazione finanziaria: è utile per l'intermediario conoscere la fonte e la consistenza del reddito e patrimonio complessivo del cliente, nonché gli impegni finanziari già assunti;
- obiettivi di investimento, inclusi i dati sul periodo per il quale il cliente intende conservare l'investimento, sulla sua propensione al rischio e sulle finalità dell'investimento.

Non è possibile prestare consulenza o gestire portafogli senza essere in possesso di questo tipo di informazioni, che devono essere fornite prima della prestazione del servizio di consulenza affinché l'intermediario possa svolgere correttamente, nell'interesse del cliente, la propria attività.

Acquisite le informazioni, egli valuta che il servizio di gestione, e le singole operazioni effettuate dal gestore, nonché le operazioni consigliate nell'ambito del servizio di consulenza siano:

- corrispondenti agli obiettivi di investimento;
- di natura tale per cui il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualunque tipo di rischio collegato all'investimento, sempre compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento;

- di natura tale per cui il cliente sia in possesso della conoscenza e dell'esperienza necessaria al fine di comprendere i rischi connessi all'operazione o alla gestione del portafoglio.

Solo alla fine di questo processo l'operazione può considerarsi adeguata.

Ciò comporta una forma di tutela efficace per il risparmiatore e, allo stesso tempo, un impegno gravoso per l'intermediario che ha l'onere, e la corrispondente responsabilità, di porre in essere o consigliare solo operazioni adeguate (Consob, 2012).

Nel caso in cui l'investitore non fornisca le informazioni richieste o comunque se quest'ultime non dovessero risultare sufficienti per formulare il giudizio di adeguatezza, il servizio non può essere prestato.

Per quanto riguarda la veridicità delle informazioni ricevute, l'intermediario non ha l'onere di accertarla in quanto si tratta di norme che tutelano l'interesse dell'investitore, di conseguenza non può spingersi al punto di proteggerlo dal proprio inadempimento.

Tuttavia, nel caso in cui le informazioni fornite siano chiaramente inesatte, l'intermediario può richiedere al cliente di modificarle oppure può integrarle lui stesso con quelle in suo possesso.

Se queste ultime non risultano aggiornate, l'intermediario deve provvedere all'aggiornamento del profilo cliente, in base ai principi generali di diligenza, correttezza e professionalità.

Infine, nel caso in cui il servizio di consulenza sia prestato ad un cliente professionale, l'intermediario può presumere che egli abbia un livello necessario di conoscenze ed esperienze per quanto riguarda gli strumenti, le operazioni e i servizi per i quali tale cliente è in tal modo classificato (Guffanti, 2011).

Il monitoraggio del portafoglio nel tempo

In relazione all'obbligo di comunicare ai clienti le modifiche rilevanti intervenute relativamente agli strumenti finanziari raccomandati e all'obbligo di confermare che tali strumenti siano ancora adeguati al suo profilo, sembrerebbe confermata la tesi per cui il servizio di consulenza possa esaurirsi con il rilascio della raccomandazione, senza l'obbligo da parte dell'intermediario di seguire nel tempo gli investimenti posti in essere in base alle raccomandazioni che sono state fornite.

Il monitoraggio del portafoglio consiste nell'osservazione del portafoglio del cliente, prendendo in considerazione l'adeguatezza degli investimenti sia singolarmente che complessivamente, la diversificazione del rischio e le vicende che potrebbero interessare gli strumenti finanziari presenti o i relativi emittenti, come ad esempio modifiche del rating.

Può essere composto da tutti gli strumenti finanziari presenti nel portafoglio del cliente ovvero da strumenti acquistati in base ad una raccomandazione personalizzata.

Ne deriva quindi l'esigenza di delimitare nel contratto l'ambito esatto dell'attività svolta dal consulente, così facendo quest'ultimo può evitare di dover tenere sotto controllo strumenti finanziari che non rientrano nella sua sfera di competenza.

Il servizio di monitoraggio per questa ragione è spesso svolto con riguardo agli strumenti finanziari sui quali il consulente ha fornito la propria consulenza.

Peraltro, in certi casi la difficoltà di distinguere se una raccomandazione relativa a strumenti che rientrano nel perimetro del servizio sia stata resa in maniera autonoma dall'intermediario, ovvero tramite sollecitazione del cliente, ha portato alcuni operatori a includere nel monitoraggio tutti gli strumenti finanziari acquistati/sottoscritti dal cliente anche al di fuori del servizio di consulenza, purchè rientranti tra quelli sui quali l'intermediario presta la propria consulenza.

Ciò oltre a costituire una tutela per l'intermediario, ha il pregio di essere coerente con l'addebito, anche sugli strumenti acquistati autonomamente dal cliente, di una commissione come remunerazione per il servizio di monitoraggio (Guffanti, 2011).

1.8 - I conflitti di interesse

Tra le condizioni fondamentali affinché la consulenza in materia di investimenti raggiunga gli obiettivi desiderati vi è l'indipendenza dei soggetti che prestano tale servizio ai clienti.

Le raccomandazioni e i consigli sugli strumenti finanziari che vengono forniti dai consulenti alla clientela, non devono quindi essere condizionati o distorti da conflitti di interesse, da agevolazioni o incentivi a favore del consulente che potrebbero mettere a rischio il dovere di agire in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi dei clienti (Scolari, 2013).

Si ha conflitto di interessi quando l'intermediario nel prestare un servizio di investimento:

- realizza un guadagno finanziario o evita una perdita finanziaria a danno del cliente;
- risulti essere portatore di un interesse distinto da quello del cliente, come ad esempio la negoziazione per conto proprio di strumenti finanziari di propria emissione;
- abbia un incentivo a privilegiare gli interessi di clienti diversi rispetto a quello cui il servizio è prestato, come succede nel caso del collocamento semplice di strumenti finanziari emessi da azionisti rilevanti della banca*;*
- svolga la stessa attività del cliente, come ad esempio la gestione di portafogli di investimento e la contestuale realizzazione di operazioni di compravendita sul portafoglio titoli di proprietà, aventi ad oggetto i medesimi strumenti finanziari*;*
- riceva o possa ricevere da una persona diversa dal cliente un incentivo sotto forma di denaro, beni o servizi, diverso dalle competenze o dalle commissioni fatturate di norma per tale servizio prestato (la gestione di portafogli e contestuale accordo di retrocessione di commissioni con il distributore).
  (Sabbatini, 2008)

Molte volte accade che l'intermediario operi in molti settori, anche tramite altre società del gruppo: offre servizi di investimento, svolge attività bancaria, emette obbligazioni, fa parte di consorzi di collocamento di titoli, ecc.
In quest'ambito la possibilità di creazione di conflitti di interessi è evidente: nel caso in cui la banca che controlla l'intermediario emette obbligazioni e l'intermediario le inserisce nella gestione di portafogli che presta al cliente, è possibile che lo scopo sia quello di agevolare la distribuzione dell'emissione delle obbligazioni piuttosto che quello di agire nell'interesse del cliente (Consob 2012).
Considerando il fatto che i conflitti di interesse non devono danneggiare i clienti, agli intermediari viene richiesto di rispettare una serie di regole.

Innanzitutto occorre individuare le situazioni che potrebbero generare conflitti e, una volta identificate, è necessario gestirle attraverso idonee misure organizzative affinché non incidano negativamente sugli interessi dei clienti.

Varie sono le procedure che gli intermediari sono invitati ad adottare.

Ad esempio, ai soggetti che sono coinvolti in attività che potrebbero comportare un conflitto di interesse, si deve garantire la possibilità di agire con un appropriato livello di indipendenza.

Inoltre, è necessario impedire o controllare lo scambio di informazioni nelle situazioni di pericolo e, nel caso, deve essere attuata una vigilanza separata tra soggetti dello stesso gruppo in potenziale conflitto.

Le barriere regolamentari giungono al punto di eliminare ogni connessione diretta tra le retribuzioni di coloro che esercitano in modo prevalente attività idonee a generare inappropriate interferenze.

Anche la partecipazione simultanea di uno stesso soggetto a distinti servizi va impedita o ostacolata quando vi è il sospetto che possa nuocere all'interesse del cliente.

Gli intermediari devono inoltre redigere una politica di gestione dei conflitti di interesse (che deve essere redatta per iscritto e comunicata al cliente prima di prestare il servizio di investimento), nonché istituire e tenere aggiornato regolarmente un registro dei potenziali conflitti.

In casi eccezionali, potrebbe capitare che la situazione di conflitto di interesse sia tale da non poter essere realisticamente neutralizzata attraverso le misure organizzative.

In questo caso l'intermediario deve informare il cliente, in modo chiaro e su supporto duraturo, della natura e delle fonti del conflitto.

In ogni caso, la comunicazione della situazione di conflitto al cliente non esime l'intermediario dall'adottare tutti gli accorgimenti per evitare che questa situazione crei, concretamente, un danno al cliente (Consob 2012)

1.9 - La Commissione di consulenza e gli incentivi

La direttiva Mifid disciplina i criteri che gli intermediari devono rispettare nelle forme di pagamento dei loro servizi d'investimento, al fine di evitare che potenziali conflitti d'interesse possano pregiudicare l'obiettivo di servire al meglio gli interessi della clientela.

In particolare, a fronte della prestazione del servizio di consulenza può essere previsto il pagamento di un compenso, sia in termini percentuali (ad esempio una percentuale del controvalore del portafoglio del cliente), sia in misura fissa per un determinato periodo di tempo.

L'intermediario può anche prestare il servizio a titolo gratuito, in quanto può ricevere un ritorno economico dallo sviluppo che la consulenza apporta agli altri servizi prestati, a fronte dei quali il cliente corrisponde le commissioni previste di volta in volta.

Per quanto riguarda il compenso pagato dal cliente, è necessario definire inequivocabilmente il relativo importo, o il metodo di calcolo nel caso in cui non ci sia un importo determinato in precedenza.

Con riferimento all'eventuale compenso espresso in termini percentuali sul patrimonio, occorre definirne attentamente la base di calcolo.

È consigliato, infatti, mantenere una certa coerenza tra l'oggetto e il servizio reso, in termini di ampiezza, e la base di calcolo del compenso: se ad esempio il servizio prestato dal consulente riguarda solo gli strumenti finanziari da lui collocati, nel calcolo delle commissioni non dovrebbero essere inclusi gli strumenti finanziari acquistati di propria iniziativa dal cliente (Guffanti, 2011).

Può anche accadere che il consulente riceva degli incentivi (sotto forma di retrocessioni commissionali o prestazioni non monetarie connesse alla prestazione di un servizio di investimento): di tale situazione, che deve essere gestita con correttezza, il cliente deve essere informato con riguardo alla natura e alla portata dell'incentivo, in quanto potrebbe preferire intermediari che si trovino nelle situazioni migliori per operare in assoluta dipendenza.

La disciplina comunitaria considera il pagamento degli incentivi come potenzialmente distorsivo del dovere dell'intermediario di agire correttamente nei confronti del cliente;

infatti, potrebbe essere indotto ad eseguire o meno operazioni specifiche, ovvero a non agire nell'interesse del cliente perché è così indotto dall'incentivo ricevuto.

La regola base stabilisce che, relativamente alla prestazione di un servizio di investimento o accessorio a un cliente, gli intermediari non possono versare o percepire commissioni o compensi, oppure fornire o ricevere prestazioni non monetarie ad eccezione di tre casistiche:

1) i compensi sono pagati direttamente dal cliente o da una persona che agisce in suo nome (ad esempio un legale) a titolo di remunerazione del servizio di consulenza.

   Ciò rappresenta la normale situazione nella quale vi è una connessione immediata tra chi fornisce una prestazione e chi la paga, sotto forma di commissioni di gestione, di incentivo, o di ingresso;
2) le commissioni sono necessarie alla prestazione del servizio.

   In questa categoria rientrano ad esempio i costi di custodia, le commissioni di regolamento o cambio, le spese per la tutela legale e per la pubblicazione della quota del fondo su un giornale. Sono oneri connessi con lo svolgimento del servizio e che non fanno emergere alcuna criticità sotto il profilo di potenziali conflitti;
3) la società di gestione del risparmio incassa o versa quelle somme in virtù di un accordo commerciale con un soggetto terzo, purché tutto ciò sia stato comunicato chiaramente all'investitore prima della prestazione del servizio.

   E a condizione soprattutto che il pagamento di quei compensi sia volto ad accrescere la qualità del servizio di gestione e non ostacoli l'adempimento da parte della società dell'obbligo di servire al meglio il fondo d'investimento.

All'intermediario è quindi consentito percepire degli incentivi dalle società – prodotto, ma a patto che sussistano tre condizioni:

- l'esistenza, la natura e l'importo di competenze, commissioni o prestazioni, o, qualora l'importo non possa essere accertato, il metodo di calcolo di tale

importo, devono essere comunicati al cliente in modo chiaro, completo e comprensibile, prima della prestazione del servizio;

- il pagamento di competenze o commissioni o la concessione di prestazioni non monetarie deve avere come obiettivo l'accrescimento della qualità del servizio fornito al cliente;
- il pagamento di competenze o commissioni o la concessione di prestazioni non monetarie non deve ostacolare l'adempimento da parte del consulente dell'obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente.

Per quanto riguarda il primo profilo, il cliente può tutelarsi evitando di rivolgersi ai consulenti che percepiscono incentivi economici dalla società prodotto, oppure valutare attentamente le raccomandazioni da essi ricevute.

L'informativa deve contenere almeno i termini essenziali degli incentivi percepiti dai consulenti, quindi devono essere fornite all'investitore informazioni dettagliate al fine di consentirgli di assumere una decisione sull'utilizzo del servizio e sull'opportunità di richiedere informazioni aggiuntive a riguardo.

Di conseguenza, non è considerata sufficiente un'informativa generica che faccia riferimento al solo fatto che l'intermediario possa ricevere degli incentivi.

Dovranno invece essere fornite informazioni con riferimento a tutte le tipologie di incentivi ricevuti, monetari e non, e alla tipologia del soggetto che li corrisponde al consulente.

Considerando che l'obiettivo principale è quello di permettere al cliente di comprendere prontamente in quale misura il consulente possa essere incentivato economicamente ad agire in un determinato modo, nell'informativa devono essere precisati non solo gli incentivi percepiti complessivamente per ciascun servizio, ma occorre suddividere per ciascuna tipologia di prodotto e per ciascuna società – prodotto (se vi sono differenze rilevanti tra le varie tipologie di prodotto o tra le diverse società prodotto).

Con riguardo al secondo profilo, l'assenza di distorsione nella consulenza anche a seguito della percezione di un incentivo può essere considerata come accrescimento della qualità del servizio del cliente.

Ad esempio la società-prodotto potrebbe pagare i costi di formazione del personale addetto al servizio di consulenza, in tal caso il requisito verrebbe rispettato.

Se invece viene eseguita l'erogazione di un compenso monetario una volta che gli investimenti effettuati in un dato strumento finanziario raggiungono un livello predeterminato, difficilmente ciò potrebbe ritenersi coerente con tale principio, stante il fatto che, con l'avvicinarsi dell'obiettivo, il consulente sarebbe più incentivato a indirizzare i propri clienti verso quel dato strumento.

Ne consegue che l'accrescimento della qualità del servizio è legato alla terza condizione sopraelencata, ossia l'obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente.

È opportuno quindi che l'intermediario che presta il servizio di consulenza si organizzi in modo da prevenire il pericolo che il ricevimento degli incentivi possa influenzare la formulazione delle raccomandazioni in potenziale contrasto con l'interesse dei clienti.

In quest'ambito, è importante prendere in considerazione la politica di remunerazione degli addetti al servizio di cui un intermediario si avvale; in particolare tale politica non deve essere basata solo sulla redditività di uno specifico strumento dell'intermediario ma anche su altri fattori quantitativi come la redditività complessiva, e qualitativi come il numero di reclami.

Inoltre devono essere adottate soluzioni organizzative e procedurali con il fine di impedire il condizionamento nell'attività di consulenza, tra cui: adozione di sistemi di valutazione dell'adeguatezza, procedure per la gestione dei conflitti di interesse e controlli da parte della funzione di *compliance* (Guffanti 2011).

1.10 – La Consulenza e Mifid II

La MiFID II rientra nell'ambito di un'ampia revisione del regime europeo in materia, e si pone tra i vari obiettivi quello di fornire una maggiore protezione agli investitori *retail* e quello di introdurre il nuovo concetto di consulenza indipendente, innovando in maniera significativa il settore.
Viene previsto che gli intermediari rispettino una serie di regole, in particolare, con riferimento alla fase precontrattuale, è necessario che specifichino al cliente se:

- la consulenza è prestata su base dipendente o indipendente;
- la consulenza si basa su un'analisi ampia o ristretta del mercato con riferimento ai diversi tipi di strumenti finanziari, in particolare se ci si limita agli strumenti finanziari emessi da entità che hanno legami stretti con l'impresa di investimento o altri rapporti contrattuali tali da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata;
- l'impresa fornisce alla clientela la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari oggetto della raccomandazione;
- viene previsto un eventuale costo per il servizio di consulenza prestato.

Per quanto riguarda la fase contrattuale, l'intermediario stipula con il cliente un contratto all'interno del quale devono essere specificati i soggetti contraenti con i relativi diritti ed obblighi, la natura e la portata relative alla prestazione del servizio di consulenza prestato, i tipi di strumenti finanziari che posso essere oggetto di operazioni di investimento o disinvestimento nonché i tipi di operazioni che possono essere disposte o meno in nome e per conto del cliente.
Nel caso in cui quest'ultimo sia stato informato che la consulenza è prestata su base indipendente, l'intermediario prende in considerazione un *range* di strumenti finanziari disponibili sul mercato e li valuta affinchè siano sufficientemente diversificati, anche in termini di fornitori di prodotti.
Così facendo, viene garantito alla clientela che i suoi obiettivi di investimento non siano limitati agli strumenti finanziari emessi o forniti dall'impresa di investimento stessa o da altre entità che presentano stretti legami o rapporti legali o economici (come ad

esempio un rapporto contrattuale) tali da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata.

Inoltre non è consentito accettare commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi in relazione alla prestazione del servizio di consulenza alla clientela.

Viene prevista la possibilità di ricevere benefici non monetari di entità minima a condizione che siano comunicati in maniera preventiva al cliente, che portino ad un miglioramento della qualità del servizio offerto, e soprattutto che non mettano a rischio il rispetto da parte dei consulenti del dovere di agire nell'interesse dei clienti.

Gli intermediari dovrebbero essere in grado di assicurare il mantenimento, nel continuo, del miglior livello qualitativo del servizio nonché di dimostrare che ogni incentivo pagato o ricevuto è funzionale al raggiungimento di tale scopo.

Successivamente, si procede con la valutazione dell'adeguatezza degli strumenti finanziari prendendo in considerazione il profilo di rischio del cliente.

A quest'ultimo, infatti, devono essere raccomandati strumenti finanziari che "*siano adeguati in funzione della sua tolleranza al rischio e della sua capacità di sostenere perdite*".

È necessario fornirgli una dichiarazione di adeguatezza che specifichi la consulenza prestata e indichi perché corrisponda alle preferenze, agli obiettivi e alle altre caratteristiche del cliente al dettaglio.

L'obiettivo della valutazione di adeguatezza è raccomandare all'investitore servizi e strumenti finanziari corrispondenti al suo profilo di rischio.

A tal proposito, rispetto alla Mifid I, la Mifid II pone un'attenzione specifica con riguardo agli elementi legati alla tolleranza al rischio e alla capacità dell'investitore di sostenere eventuali perdite.

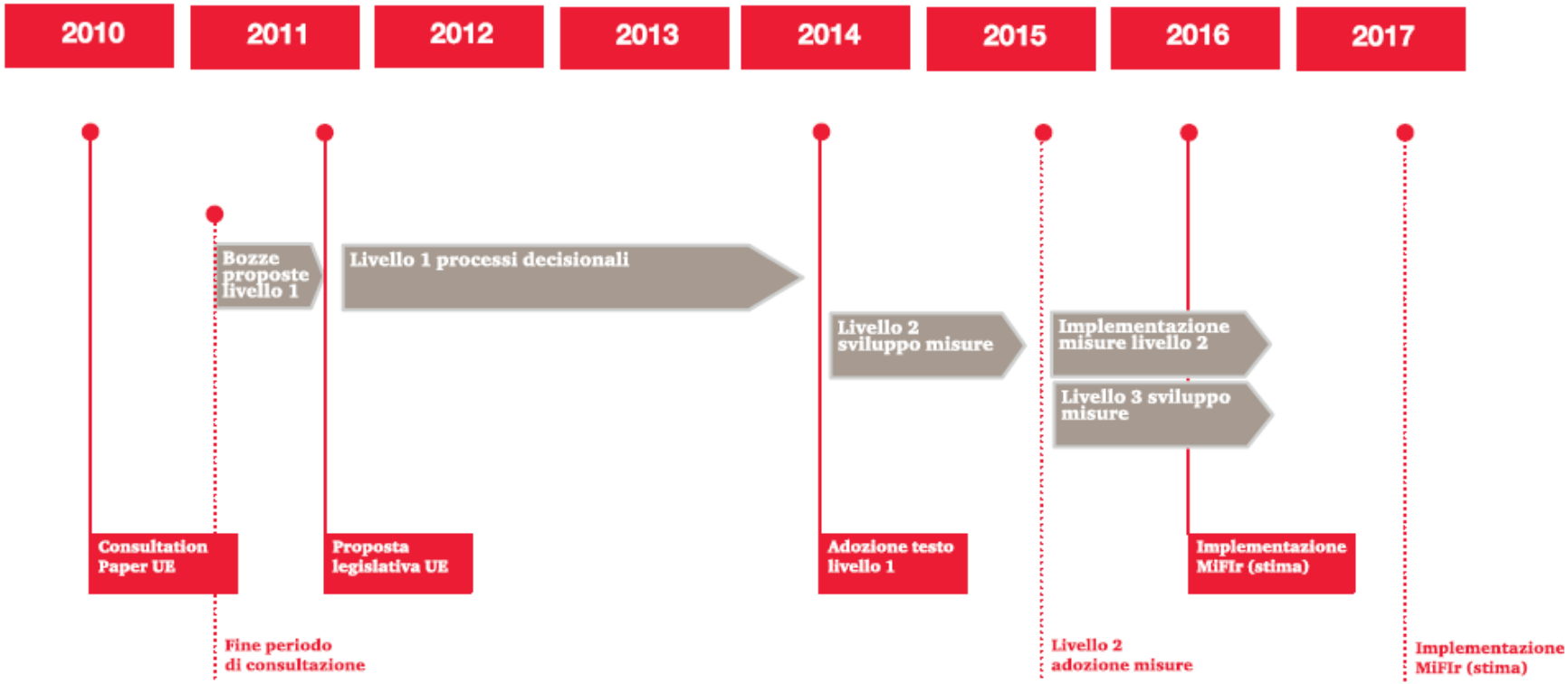
Per quanto riguarda infine le regole di comportamento post-contrattuali, il consulente:

- fornisce ai clienti relazioni sul servizio di consulenza prestato, incluse anche le comunicazioni periodiche, tenendo conto della tipologia e della complessità degli strumenti finanziari raccomandati e della natura del servizio prestato al cliente e comprendono, se del caso, i costi delle operazioni e dei servizi prestati per loro conto;

- monitorare periodicamente l'adeguatezza degli strumenti finanziari raccomandati ai clienti (Consob, 2015).

La figura 1.2 mostra la stima delle tempistiche di rilascio sulla base dello stato attuale del processo autorizzativo.

Figura 1.2: Timeline Mifid II



Fonte: "Gli impatti della Mifid II nell'asset management: una prospettiva", pwc, 2014

CAPITOLO II

Il consulente indipendente e la partecipazione al mercato finanziario delle famiglie italiane

2.1 - Introduzione

La complessità degli strumenti e servizi diffusi sul mercato, nonostante l'aumento dell'educazione finanziaria e la maggiore diffusione delle informazioni, non consente in tutti i casi al risparmiatore di conoscere a pieno i rischi e le opportunità ad essi collegati; gli investimenti, quindi, spesso non risultano produttivi, portando anche alla perdita della gran parte del capitale investito.

Per ovviare a ciò, gli investitori vengono indotti a rivolgersi a soggetti che forniscono un servizio professionale e obiettivo, ovvero i consulenti finanziari.

Tra i soggetti che rivestono un ruolo fondamentale nell'orientare i risparmiatori nelle scelte di investimento, rientrano ad esempio il promotore finanziario/dipendente bancario e il consulente indipendente.

Nello specifico, il promotore finanziario è una persona fisica che promuove e colloca servizi di investimento per conto dell'intermediario di cui è alle dipendenze. Opera quindi nell' interesse esclusivo di un solo soggetto ed esercita l'offerta fuori sede, ovvero è autorizzato ad incontrare gli investitori in un luogo diverso dalla sede sociale dell'intermediario.

Il consulente indipendente, al contrario, opera in maniera autonoma e non è vincolato alla vendita di strumenti finanziari che rientrano nel catalogo di una "società madre".

Nonostante il requisito dell'indipendenza, i consulenti indipendenti sono comunque sottoposti a determinate regole di comportamento.

La normativa MiFID infatti, oltre a disciplinare il servizio di consulenza finanziaria in generale, ha introdotto – come anticipato nel capitolo 1 - la differenza tra consulenza indipendente e non, e, di conseguenza, il nostro legislatore si è avvalso della possibilità di estendere la prestazione del servizio di consulenza anche a soggetti diversi da quelli abilitati alla prestazione dei servizi di investimento.

L'importanza di questa nuova tipologia di consulenza rispetto agli altri servizi di investimento viene evidenziata tramite il confronto con la consulenza strumentale prestata dal promotore finanziario.
L'obiettivo del consulente finanziario è quello di consigliare il risparmiatore su quali strumenti finanziari effettuare il proprio investimento, realizzando il suo miglior interesse, e non quello di vendere i prodotti finanziari di un determinato intermediario.
Il promotore, infatti, opera in virtù di un mandato della società di cui ha la rappresentanza, mentre il servizio prestato dal consulente non è legato in nessun caso al collocamento dei soli prodotti presenti nel catalogo di un intermediario.

Non essendoci nessun tipo di vincolo, la relazione che si crea è solo tra il consulente indipendente e il cliente, i suggerimenti proposti vengono resi tenendo conto delle sue esigenze, degli obiettivi di investimento e della propensione al rischio[2].
Inoltre l'unica forma di remunerazione consentita è rappresentata dalla parcella pagata dal soggetto al quale è reso il servizio, non sono ammessi infatti incentivi monetari da parte di soggetti terzi diversi dall'investitore[3].

In questo capitolo si analizzeranno le principali caratteristiche e contenuti della consulenza finanziaria indipendente, focalizzandosi dapprima sull'aspetto normativo e successivamente sulle differenze riscontrabili nel confronto con dipendenti bancari/promotori finanziari.
Successivamente, si cercherà di tracciare un quadro generale sulla diffusione di tale servizio; in particolare si analizzerà la partecipazione delle famiglie italiane al mercato finanziario e la percezione dei servizi di consulenza da parte della clientela.

[2] Il Sole 24 ore, "Direttiva Mifid e servizi di consulenza in materia di investimenti", 2009.
[3] Banca Finanza, "I nuovi modelli operativi e i servizi di advisory", 2014.

2.2 – Tipologie di consulenza

Prima di procedere con l'esposizione delle principali caratteristiche della consulenza indipendente e delle differenze che la contrappongono alla consulenza tradizionale, si ripercorrono brevemente le diverse forme di consulenza finanziaria, distinte in base al contenuto e al destinatario del servizio (Di Mascio, 2011):

- consulenza specifica. La consulenza finanziaria, intesa come vero e proprio servizio di investimento principale, presenta due requisiti fondamentali, uno oggettivo e uno soggettivo. In base a quest'ultimo, è necessario che la consulenza tenga in considerazione le caratteristiche principali e le esigenze del soggetto, che si traduca quindi in una raccomandazione personalizzata, adeguata a chi la riceve.
  Il requisito oggettivo invece impone che la raccomandazione abbia ad oggetto uno strumento finanziario e un'operazione su quel determinato strumento; può anche riguardare più strumenti e di conseguenza più operazioni.

- consulenza generica. Questo tipo di consulenza è sempre rivolta ad una singola persona, come la precedente, ma tuttavia non ha ad oggetto un singolo strumento finanziario e una specifica operazione sullo stesso. Rientrano in questa casistica l'attività di *asset allocation* o di *financial planning*, ovvero quando un intermediario studia con il proprio cliente un piano finanziario di lungo periodo adatto alle sue caratteristiche di investitore. In questo caso, quando manca un consiglio vero e proprio per gli acquisti, si parla di un "atto preparatorio" alla prestazione di un servizio d'investimento (ad esempio un servizio di negoziazione o di collocamento).

- consulenza accessoria. In questo caso si tratta di raccomandazioni generali, rivolte quindi ad un pubblico indistinto e non ad uno specifico investitore.

L'intermediario è quindi tenuto ad acquisire informazioni dal cliente con l'obiettivo di valutare l'adeguatezza del servizio prestato e l'appropriatezza degli strumenti finanziari offerti. Nonostante ciò, se il servizio è relativo a strumenti finanziari non complessi e

viene prestato su iniziativa del cliente, l'intermediario non è obbligato a compiere tali valutazioni.
Indipendentemente dal fatto che la consulenza sia specifica, generica o accessoria e, in relazione a chi eroga il servizio, si distinguono:

- consulenza finanziaria: si tratta del servizio prestato da banche, SIM o da altri intermediari specializzati che appartengano ad un grande gruppo finanziario o bancario;
- consulenza finanziaria indipendente: in quest'ambito rientrano i singoli professionisti in possesso di specifici requisiti, le banche, le società di gestione del risparmio e le SIM non appartenenti ai grandi gruppi bancari.

L'indipendenza dell'intermediario fa quindi riferimento ad un concetto di autonomia da politiche commerciali in cui le forme di remunerazione sono connesse alla vendita di determinati prodotti (Di Mascio, 2011).

2.3 – Il consulente indipendente

La Direttiva MiFID consente agli Stati membri di estendere la possibilità di prestare il servizio di consulenza anche ai consulenti finanziari (art. 18-bis, TUF) e alle società di consulenza finanziaria (art. 18-ter, TUF), quindi ai soggetti diversi rispetto a quelli abilitati alla prestazione di servizi di investimento (società costituite in forma di società per azioni o società a responsabilità limitata, in possesso dei requisiti patrimoniali e d'indipendenza).
Il nostro Legislatore si è avvalso di questa possibilità offerta dalla direttiva e, di conseguenza, possono prestare servizi di consulenza in materia di investimenti le persone fisiche iscritte nell'apposito Albo e in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali; e le società costituite in forma di società a responsabilità limitata o di società per azioni, che presentino i requisiti patrimoniali e di indipendenza e che risultino iscritte anche in questo caso nell'apposita sezione del sopracitato Albo.

È necessario comunque che, a fronte del servizio di consulenza, l'intermediario non detenga denaro o strumenti finanziari che appartengono alla clientela.

La definizione dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali dei soggetti autorizzati alla prestazione del servizio di consulenza, spetta al Ministro dell'Economia e delle Finanze; la formulazione delle regole di comportamento, di trasparenza e la disciplina della tenuta degli Albi, è di competenza della Consob.

L'art. 5 del D.M. 24 dicembre 2008, emanato dal sopracitato Ministero, stabilisce che il requisito dell'indipendenza per i consulenti finanziari presenta una maggiore valenza rispetto al caso degli intermediari, i quali sono soggetti solamente ad una serie di regole di condotta.

Nel caso dei consulenti non intermediari, invece, l'indipendenza viene assicurata da disposizioni più stringenti.

In particolare, il sopracitato art. 5 precisa 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 nella prestazione della consulenza in materia di investimenti.*"

In più, gli iscritti all'Albo non possono percepire nessuna forma di beneficio da soggetti diversi dal cliente al quale viene prestato il servizio.

Si evidenzia quindi una sostanziale differenza rispetto alla disciplina sugli incentivi relativa agli intermediari; per questi ultimi, infatti, è prevista la possibilità di ricevere incentivi monetari dalle società-prodotto.

Oltre al requisito necessario dell'indipendenza, è opportuno porre l'attenzione anche sulla gestione dei conflitti di interesse.

In quest'ambito, l'art. 25 del regolamento Consob n. 17130 riprende la disciplina prevista dalla direttiva MiFID 1: i consulenti finanziari devono identificare e gestire i conflitti di interesse che potrebbero sorgere con il cliente, al fine di continuare ad agire in modo indipendente.

Inoltre, è necessario che il consulente informi il cliente nel caso in cui, nonostante le misure adottate, non sia possibile evitare il rischio di incidere negativamente sugli interessi dei clienti.
In tal modo si consente loro di assumere una decisione informata sul servizio reso, tenendo conto del contesto in cui il conflitto di interesse si può manifestare (Guffanti, 2011).

Il consulente indipendente è quindi una figura professionale con uno status sociale riconosciuto. Può operare con due modalità di retribuzione:

- *fee only*, ossia solo a parcella: il consulente è remunerato solamente dal cliente, non percepisce infatti provvigioni da commissioni di SIM, banche o SGR; non è vincolato alla vendita di prodotti finanziari e il cliente può comunque continuare ad operare con il proprio intermediario finanziario nonostante il servizio di consulenza prestato dal consulente;

- *non fee only*: il consulente viene remunerato in base ad un *pricing* collegato con gli asset che segue.

2.4 – L'oggetto della consulenza finanziaria indipendente

L'attività di consulenza non dipende dal luogo fisico in cui la ricchezza è allocata; infatti non è necessario che gli asset dei clienti vengano trasferiti in un'altra banca depositaria, a differenza del caso di gestione diretta degli asset stessi.
Di conseguenza, da un punto di vista amministrativo, l'impatto del servizio non è invasivo: un consulente può infatti seguire numerosi clienti che mantengono comunque i rapporti con una varietà di banche.
Ne consegue che le banche possono diventare di fatto:

- erogatori di prodotti selezionati dal consulente indipendente;
- costruttori di prodotti e servizi ideati dal consulente indipendente;
- esecutori degli ordini di sottoscrizione/negoziazione impartiti dal cliente su suggerimento del consulente indipendente;

- pure banche depositarie.

La consulenza indipendente sugli investimenti si può focalizzare su:

- le idee di investimenti;
- la gestione del rapporto dei clienti con gli intermediari;
- la negoziazione delle condizioni che il cliente sostiene presso il suo intermediario;
- la ricerca dei migliori prodotti sul mercato;
- l'asset allocation strategica e tattica;
- il risk management;
- la reportistica aggregata al cliente;
- i temi non finanziari.

L'offerta della consulenza finanziaria va analizzata anche dal punto di vista del profilo di rischio del cliente: più è basso il profilo di rischio del risparmiatore, meno vasta è la gamma degli strumenti a cui si può far ricorso.
Si possono così distinguere tre tipi di servizi offerti: consulenza di relazione, consulenza di selezione di controparte e prodotti e consulenza di performance e ottimizzazione del rischio di portafoglio.

Consulenza di relazione

Questo servizio è strettamente legato al livello di cultura finanziaria e si può scomporre in quattro segmenti (Di Mascio, 2011):

- consulenza di semplificazione delle attività amministrative: il consulente gestisce le incombenze operative come ad esempio la definizione del profilo di rischio, l'apertura di singoli rapporti ecc;
- consulenza informativa e di trasparenza: il cliente si rivolge al consulente per l'analisi dei documenti ricevuti, per la verifica della loro correttezza in funzione delle proprie caratteristiche di investitore. Ciò è particolarmente importante nel

caso in cui egli operi su numerosi prodotti e quindi riceva un flusso consistente di informazioni;

- consulenza di negoziazione dei costi: negoziazione delle condizioni economiche che regolano i rapporti tra gli intermediari e i clienti;
- consulenza di educazione finanziaria: informare i propri clienti in modo da avere interlocutori in grado di apprezzare i loro servizi.

Consulenza di selezione di controparte e prodotti

La diffusione di una varietà di prodotti e la specializzazione nei modelli di servizio hanno contribuito a determinare un eccesso di offerta di strumenti e una vasta gamma di soggetti con i quali è possibile interloquire.
Questo tipo di consulenza è incentrata principalmente sulla ricerca del miglior rapporto performance/costo/rischio soprattutto per quanto riguarda i prodotti di investimento in relazione agli obbiettivi e alle peculiarità del cliente.
Il rapporto di fiducia tra cliente e consulente si rafforza in quanto sarà la qualità dei prodotti offerti ad essere oggetto di comparazione.

Consulenza di performance e ottimizzazione del rischio

In questo caso si fa riferimento alla proposizione di idee di investimento e quindi all'ottenimento di performance superiori.
Questo tipo di consulenza presuppone il possesso da parte dei consulenti di competenze elevate e della disponibilità di software sofisticati per la creazione di portafogli di investimento efficienti (Di Mascio, 2011).

2.5 – Principali differenze tra consulente indipendente e promotori/dipendenti bancari

Il consulente finanziario indipendente, non essendo legato ad alcun intermediario, non riceve nessun compenso sotto forma di provvigioni di vendita; infatti, l'unica remunerazione che viene percepita è rappresentata dalla parcella pagata dal cliente.
Non ha limiti di scelta con riferimento agli strumenti consigliati e agisce nell'interesse esclusivo del cliente, mettendo a disposizione la propria esperienza al fine di rendere più efficiente il suo portafoglio, ricercando soluzioni di investimento valide, fornendo consigli che si adeguino alla situazione finanziaria del cliente, nonchè agli obiettivi e alla propensione al rischio e riducendo i costi che gravano sui prodotti.
Così facendo, il cliente riesce ad ottenere risparmi importanti a differenza del caso in cui gli vengano proposti prodotti complessi e preconfezionati da banche o altri intermediari.
Inoltre, l'investitore instaura un rapporto di fiducia con la sua unica controparte, e, allo stesso tempo, può continuare a servirsi del proprio intermediario di fiducia.

La consulenza del dipendente bancario o del promotore, invece, riguarda limitatamente gli strumenti offerti dalla società di cui mandatario.
Su questi prodotti percepisce una percentuale delle commissioni generate nel collocamento, a differenza del consulente indipendente che viene remunerato a parcella.
Trattandosi di strumenti complessi, il cliente sostiene costi più elevati, anche in virtù del fatto che, quando il professionista cambia intermediario, tende a trasferire i prodotti verso la nuova società, comportando non pochi disagi per il cliente stesso.
Questo tipo di operatori hanno una formazione professionale mirata alla vendita degli strumenti della casa madre.
La società mandante invia al cliente diversi agenti di vendita, secondo la propria convenienza.

2.1 – Principali differenze tra promotore e consulente indipendente

	PROMOTORE	CONSULENTE INDIPENDENTE
QUALIFICA	Soggetto che esercita professionalmente l'offerta fuori sede come dipendente, agente o mandatario	Persona fisica in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali che, in autonomia e indipendenza dagli altri soggetti abilitati, esercita professionalmente, senza detenere denaro appartenente ai clienti, l'attività di consulenza finanziaria
ATTIVITA'	Promuove e colloca prodotti e servizi finanziari; offre consulenza in materia di investimenti; offre consulenza generica congiunta al servizio di collocamento	Consulenza in materia di investimenti e consulenza generica
REQUISITI	Professionalità e onorabilità	Onorabilità, professionalità e indipendenza
ALBO	Albo dei promotori finanziari tenuto dall'organismo costituito dalle associazioni professionali che rappresentano i promotori e i soggetti abilitati	Albo dei consulenti finanziari persone fisiche tenuto da un organismo i cui rappresentanti sono nominati con decreto del ministero dell'Economia e delle Finanze sentita la Banca d'Italia e la Consob
REMUNERAZIONE	Percentuale delle commissioni generate nel collocamento di prodotti	Fee only o non fee only

Fonte: Di Mascio, “La consulenza finanziaria”, 2011

Prima di passare all'analisi della diffusione del servizio di consulenza in Italia, si confrontano l'approccio della consulenza tradizionale e l'approccio della consulenza indipendente.

Come evidenzia la figura 2.2, nell'approccio tradizionale l'intermediario finanziario, essendo il soggetto principale, instaura un rapporto bilaterale con soggetto che può essere ad esempio un agente, un dipendente bancario o di posta, oppure un promotore, il quale si interfaccia con il cliente.

Di conseguenza l'investitore si posiziona nella parte finale del processo.

Con riferimento alla consulenza finanziaria indipendente, la figura centrale della catena è il risparmiatore.

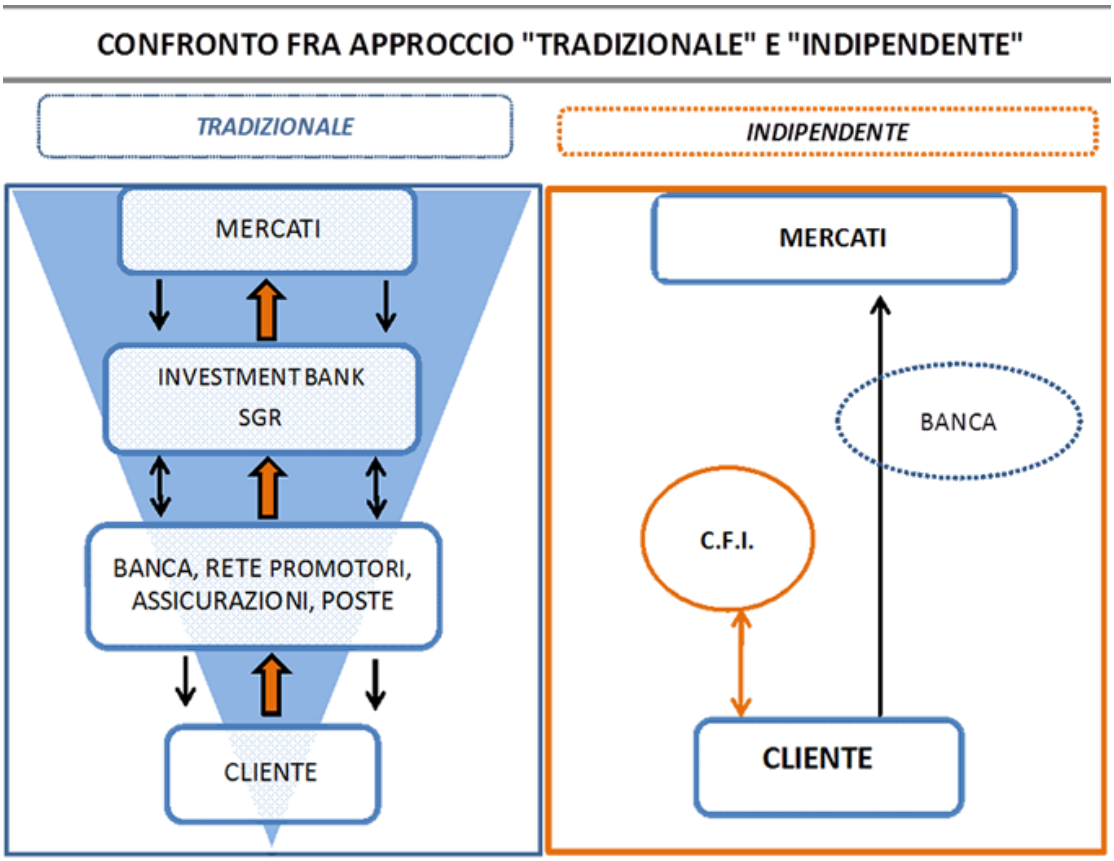
E' solo fra quest'ultimo e il consulente indipendente che si crea una relazione: i suggerimenti proposti al cliente vengono resi tenendo conto degli obiettivi di investimento e della propensione al rischio.

Essendo l'unica controparte del rapporto, il consulente è imparziale rispetto agli strumenti, infatti, non percepisce alcuna retrocessione e può scegliere fra tutti gli strumenti finanziari disponibili.

Il vantaggio per il cliente sta nel fatto che il suo investimento non dipende dalle iniziative commerciali dell'intermediario finanziario, il quale esegue solamente le scelte effettuate dall'investitore con l'aiuto del suo consulente[4].

[4] http://www.consulenzafinanziariaindipendente.org/consulenza-fee-only.html

Figura 2.2 – Confronto tra approccio tradizionale e approccio indipendente



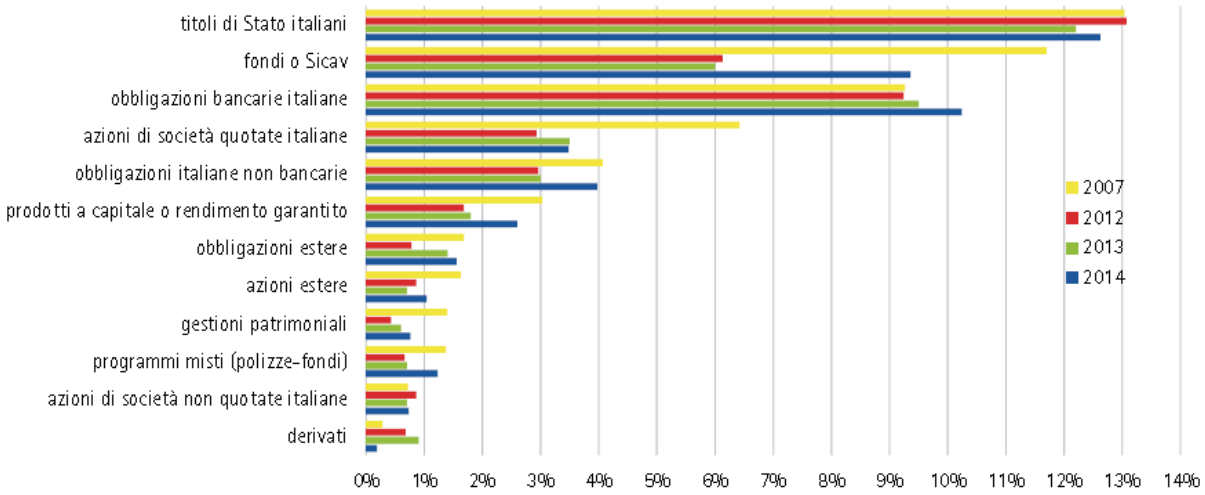
Fonte: IMAd2 - Consulenza Finanziaria Indipendente, 2016

2.6 – La partecipazione al mercato finanziario in Italia

Si intende soffermarsi ora su uno studio condotto dalla Consob nel 2015 relativo alla partecipazione delle famiglie al mercato finanziario e alla percezione dei servizi di consulenza da parte della clientela, che consente di tracciare un quadro generale sulla diffusione di tale servizio.

Rispetto al 2013, in cui il livello di partecipazione ai mercati finanziari delle famiglie italiane si attesta intorno al 41%, nell'anno 2014 si evidenzia un aumento degli individui che risultano essere propensi all'investimento, con una percentuale del 48% (anche se inferiore rispetto al 55% registrato nel 2007).
Questo aumento è dovuto in larga misura all'incremento del numero di investitori *retail* che detengono almeno un'attività rischiosa (ad esempio obbligazioni, azioni, polizze vita e risparmio gestito) che è rappresentato dal 32% a fine 2014, inferiore anche in questo caso alla percentuale rilevata nel 2007 (38%).

Figura 2.3 – Partecipazione al mercato finanziario



Fonte: Relazione per l'anno 2014, Consob, 31/03/2015

Come si può osservare dalla figura 2.3, anche se i prodotti più diffusi rimangono comunque i titoli di Stato italiani e le obbligazioni bancarie italiane (il 13 e il 10 % degli

investitori hanno investito rispettivamente in tali prodotti), la partecipazione relativa al settore delle Sicav e dei fondi è incrementata di tre punti percentuali rispetto al 2013, in particolare dal 6 al 9 %.

Per quanto riguarda invece le azioni di società quotate italiane, non si notano significative differenze rispetto all'anno precedente, con un tasso di partecipazione al 3,5%.

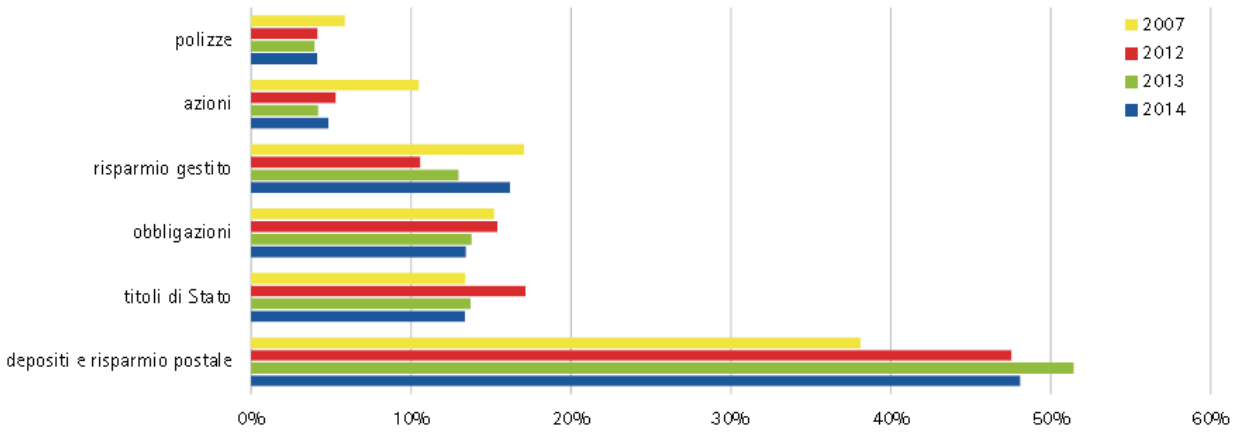
In particolare, se si prende in considerazione la composizione del portafoglio degli investitori italiani, si può notare un aumento della quota di ricchezza investita nel comparto del risparmio gestito (che comprende fondi comuni e Sicav italiani ed esteri, piani di accumulo del capitale ecc.) con una percentuale del 16%; a livelli inferiori si attestano titoli di Stato e obbligazioni.

Si registra invece una sensibile riduzione del peso delle azioni, che confrontato con il 2007, risulta dimezzato.

Si mantiene ridotta anche la quota allocata in piani pensionistici integrativi e polizze varie (4%).

Inoltre, la riduzione della ricchezza detenuta sotto forma di risparmio postale e depositi (dal 51 al 48 %), è comprensibile in quanto è cresciuta la quota investita in strumenti finanziari rischiosi.

Figura 2.4 – Allocazione della ricchezza

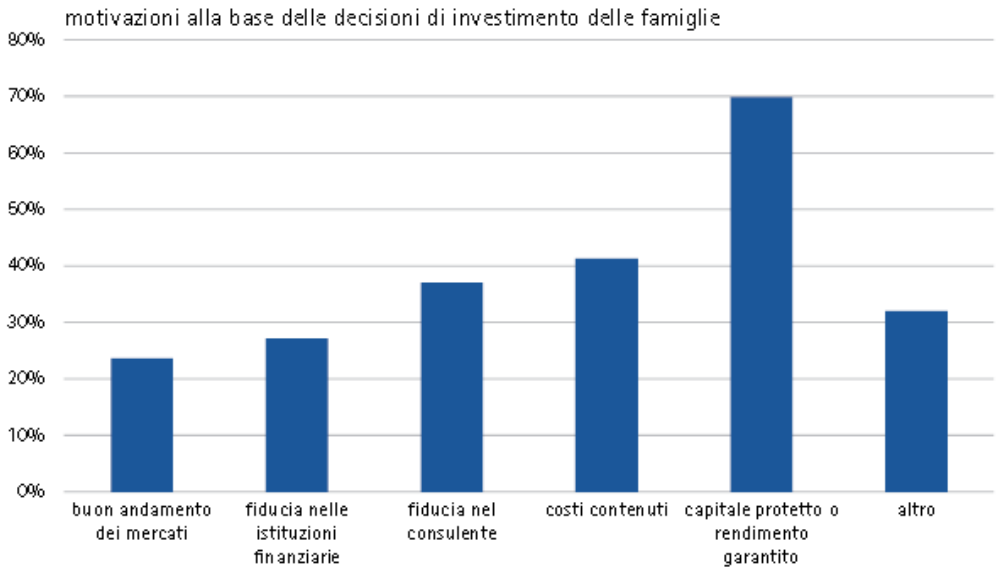


Fonte: Relazione per l'anno 2014, Consob, 31/03/2015

Tra le ragioni principali che spingono le famiglie a partecipare al mercato finanziario rientrano (figura 2.5):

- la possibilità di investire in prodotti a capitale protetto (il 70 % degli investitori ha indicato questo fattore);
- un costo limitato dell'investimento (40 % delle famiglie italiane);
- la fiducia nel consulente finanziario (37 %);

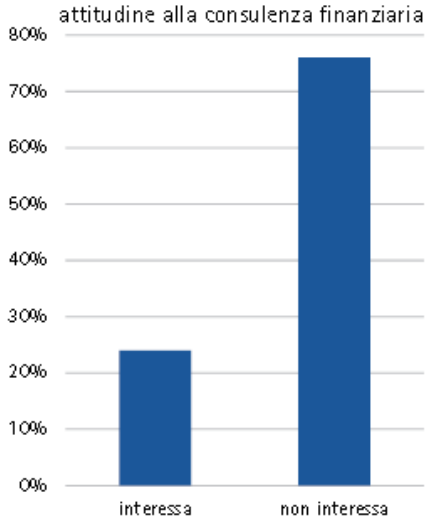
Figura 2.5 – Fattori alla base delle decisioni di investimento



Fonte: Relazione per l'anno 2014, Consob, 31/03/2015

Per quanto riguarda invece la propensione a ricorrere ad un consulente finanziario che assista l'investitore durante il processo di investimento, solo il 24% risulta essere interessato a questo servizio (figura 2.6).

Figura 2.6 – Interesse per la consulenza



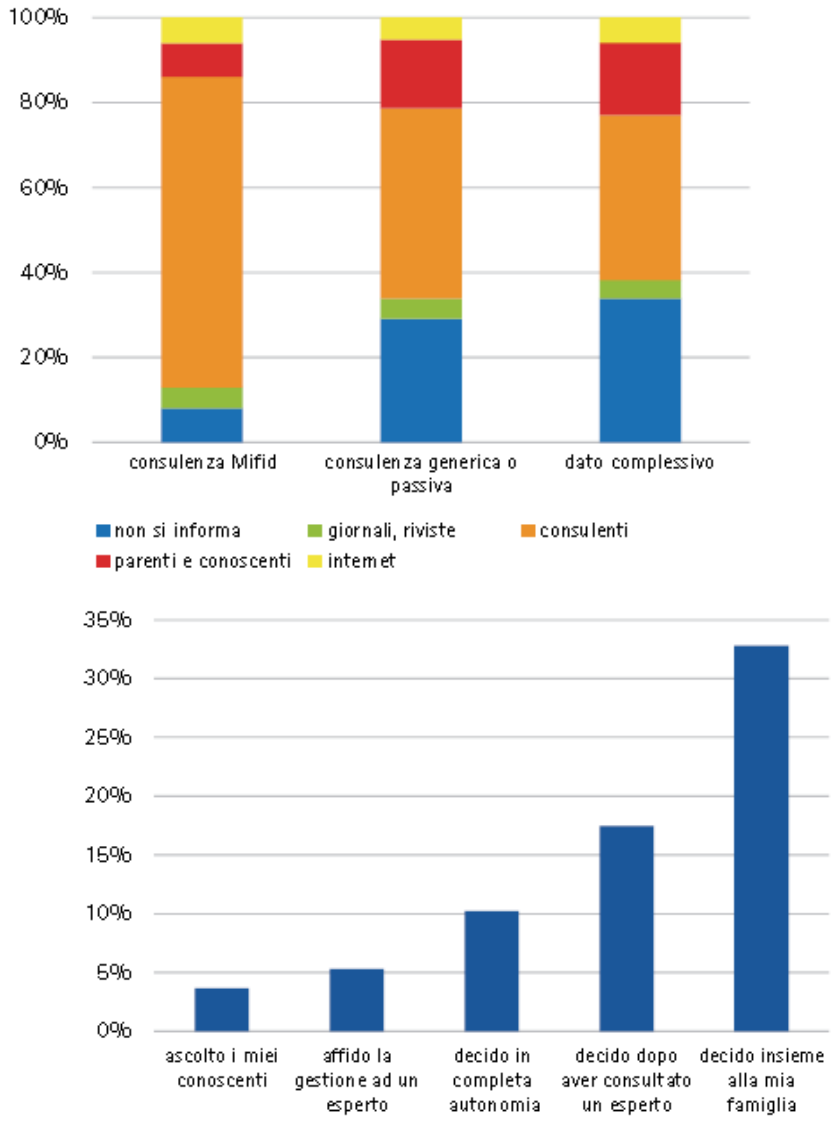
Fonte: Relazione per l'anno 2014, Consob, 31/03/2015

Si prende ora in considerazione la domanda di consulenza, in particolare si distinguono tre tipologie di servizio che vengono erogate in base alla frequenza dei contatti tra intermediario e investitore e al grado di personalizzazione delle raccomandazioni.

Nel dettaglio, la consulenza MiFID include le famiglie che vengono contattate dal proprio consulente di fiducia almeno una volta nell' arco di 12 mesi e che ricevono proposte di investimento personalizzate e riferite ad uno specifico strumento finanziario. Nel caso della consulenza passiva, il consulente di fiducia non contatta l'investitore nel corso dell'ultimo anno, mentre per quanto riguarda la consulenza generica, il consulente contatta le famiglie senza però proporre investimenti che si riferiscono a specifici strumenti finanziari.

Si può osservare che, rispetto agli investitori che ricevono una consulenza passiva o generica, coloro che ricevono proposte di investimento personalizzate sono più propensi a informarsi tramite diversi canali, come ad esempio giornali, internet, amici e parenti, consulenti e colleghi di lavoro (figura 2.7).

Figura 2.7: Canali informativi per le scelte di investimento



Fonte: Relazione per l'anno 2014, Consob, 31/03/2015

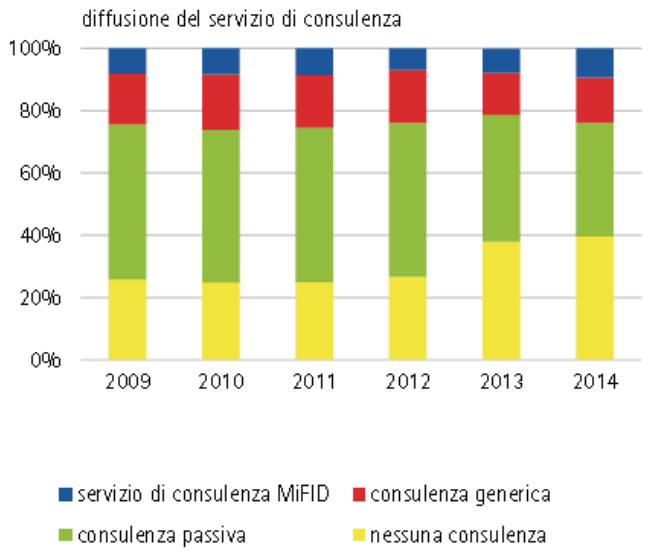
Tra le famiglie che ricevono la consulenza MiFID, il 92% si informa nel momento in cui decide di investire; questa percentuale diventa il 70% se si prendono in considerazione coloro che fruiscono della consulenza passiva o generica.

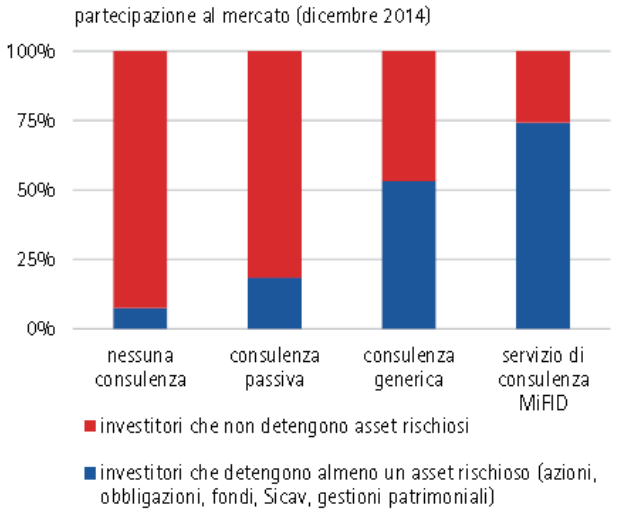
Il soggetto dal quale reperire informazioni, per entrambe le categorie, rimane comunque il consulente finanziario.

Per quanto riguarda le modalità a cui si ricorre più spesso per effettuare scelte di investimento, il 33% degli investitori condivide tali scelte con i famigliari e quasi il 4% con i conoscenti; il 10% invece preferisce decidere autonomamente.
Il 23% degli investitori *retail* consulta un esperto prima di decidere quale investimento scegliere e solamente il 5 % gli affida la gestione della propria ricchezza.

La figura 2.8 evidenzia che, anche se il numero di individui che usufruiscono del servizio di consulenza MiFID è aumentato rispetto all'anno precedente, il servizio di consulenza risulta essere comunque poco diffuso in Italia .
Inoltre, rispetto al 2012, la percentuale di investitori che dichiara di non rivolgersi ad un consulente di fiducia si attesta sul 40 %.

Figura 2.8 – Diffusione del servizio di consulenza





Fonte: Relazione per l'anno 2014, Consob, 31/03/2015

A conferma della scarsa diffusione del servizio di consulenza in Italia, la percentuale di famiglie che ricorrono alla consulenza MiFID risulta pari al 9%.

All' interno di questa categoria, il 60% ha ricevuto una proposta di investimento su iniziativa dell'intermediario, il 7% ha dichiarato di aver ricevuto una proposta a seguito di una sua specifica richiesta, e il rimanente 33% non è in grado di riconoscere la modalità con la quale accede al servizio.

La consulenza generica e quella passiva coinvolgono rispettivamente il 15% e il 36% delle famiglie, in calo rispetto agli anni precedenti, mentre aumenta la quota di famiglie che non ricevono alcuna consulenza (40%).

La fruizione di una proposta di investimento MiFID viene associata ad una maggiore diversificazione e ad un più elevato livello di alfabetizzazione finanziaria.

Infatti, il 74 % di coloro che ricevono un servizio di consulenza personalizzato investe in azioni, obbligazioni, polizze vita ecc.

È invece molto limitata la quota di soggetti che detiene almeno uno strumento finanziario rischioso, tra coloro che dichiarano di non avere un consulente, invece, è minima.

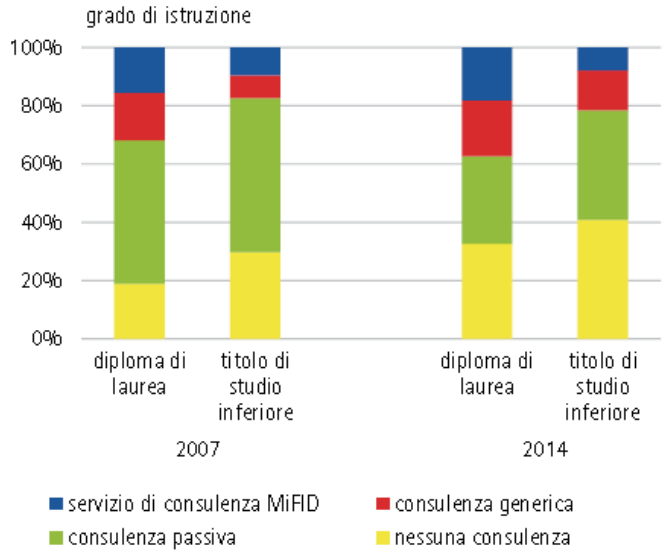
La relazione tra grado di istruzione e servizio di consulenza MiFID nel 2014 risulta positiva: in particolare, tra i soggetti che possiedono la laurea, il 18% riceve proposte di

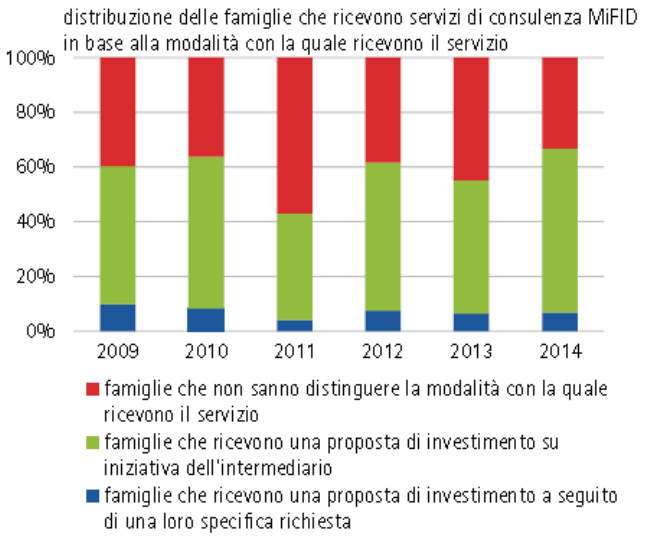
investimento personalizzate, e tra quelli che non hanno conseguito la laurea la percentuale è dell'8%.

Vi è poi una quota di investitori (33%) che, nonostante il livello di istruzione elevato, non ricevono proposte di investimento personalizzate.

Prendendo ora in considerazione la consapevolezza nel riconoscere le modalità con le quali il servizio di consulenza viene offerto, la percentuale di investitori *retail* con un basso grado di consapevolezza è diminuita di 12 punti percentuali rispetto al 2013 (dal 45 al 33 %); la percentuale invece delle famiglie che dichiara di ricevere una proposta di investimento su iniziativa del consulente si attesta attorno al 60 %.

Figura 2.9 – Consulenza: istruzione e modalità di ricezione del servizio



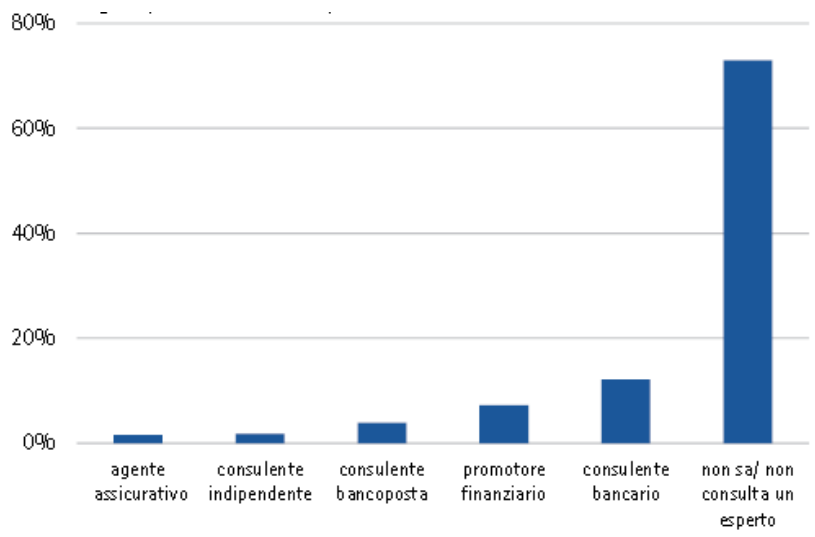


Fonte: Relazione per l'anno 2014, Consob, 31/03/2015

Per quanto riguarda la figura professionale alla quale affidare le decisioni di investimento, per il 45% delle famiglie è rappresentata dal consulente dipendente bancario.

Solo per il 2% degli investitori invece, questa figura è rappresentata dal consulente indipendente, ossia il professionista che non lavora per conto di una banca o altri intermediari e che viene pagato solamente in base alla parcella del cliente (Figura 2.10).

Figura 2.10 – Soggetto al quale si affidano gli investimenti

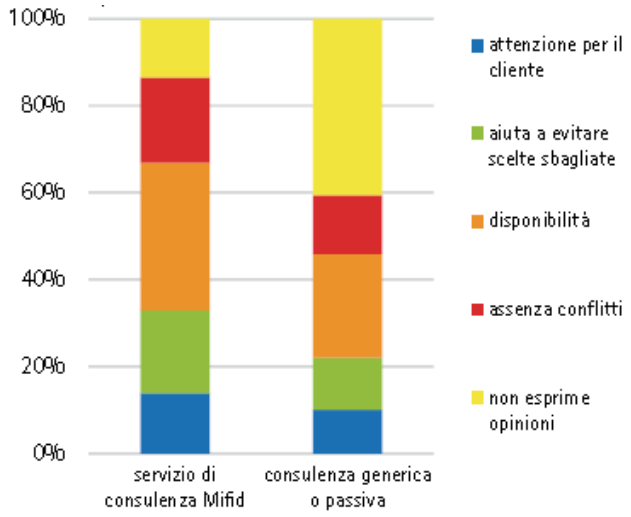


Fonte: Relazione per l'anno 2014, Consob, 31/03/2015

Tra le caratteristiche del professionista che assumono maggiore rilevanza rientrano la disponibilità, l'assenza di conflitto di interessi e il supporto alla scelta del miglior investimento per il cliente.

Inoltre, anche se risulta che gli investitori non sono disposti a pagare grandi somme per il servizio di consulenza personalizzato, all' aumentare della personalizzazione delle proposte di investimento ricevute, aumenta la soddisfazione per il servizio ricevuto.

Figura 2.11 – Opinioni sul consulente



Fonte: Relazione per l'anno 2014, Consob, 31/03/2015

Comea disponibilità a pagare per la consulenza rimane piuttosto bassa.

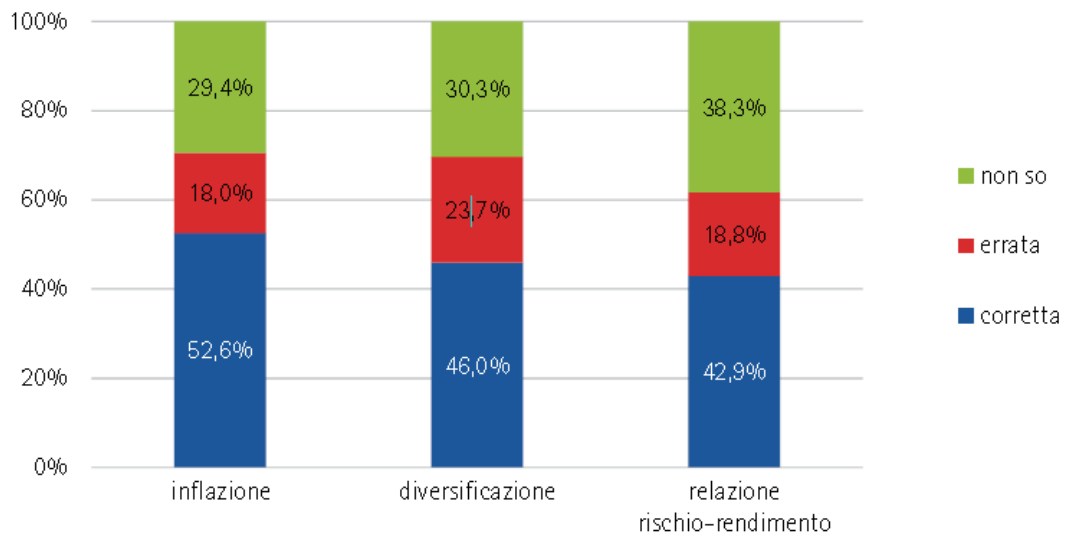
Il 68% di coloro che si dimostrano disposti a pagare per ricevere proposte di investimento personalizzate, vorrebbe pagare non più 250 euro.

2.7 - Conoscenze finanziarie

A seguito di un'indagine condotta su un campione di 1.013 soggetti (Consob, gennaio 2015), rappresentativo di circa 20,6 milioni di famiglie italiane, è emerso che il livello di educazione finanziaria dell'investitore in Italia risulta piuttosto basso.
La maggior parte degli intervistati (48%) risiedono al nord e sono uomini (75%).
Per quanto riguarda il livello di istruzione, il 47% dei soggetti è in possesso della licenza media inferiore, solo il 15% possiede una laurea o una formazione superiore, e il rimanente 38% ha conseguito il diploma di scuola superiore.

Se si considerano nel dettaglio le conoscenze finanziarie di base, dalla figura 2.12, si può osservare che quasi la metà degli individui (47,40 %) non è a conoscenza del concetto di inflazione o comunque fornisce definizioni non corrette.
Soltanto il 46% conosce il concetto di diversificazione degli investimenti e poco meno del 43% fornisce una definizione corretta della relazione rischio-rendimento.

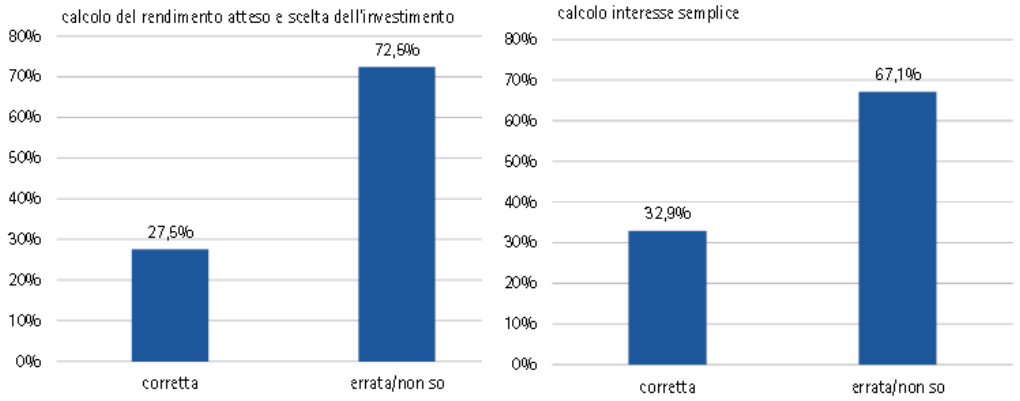
Figura 2.12 – Conoscenze finanziarie di base



Fonte: Relazione per l'anno 2014, Consob, 31/03/2015

Inoltre, con riferimento al calcolo del rendimento atteso di un investimento o dell'interesse semplice, è in grado di calcolarlo solamente una percentuale che si attesta tra il 27 e il 33% dei soggetti intervistati. (Figura 2.13).

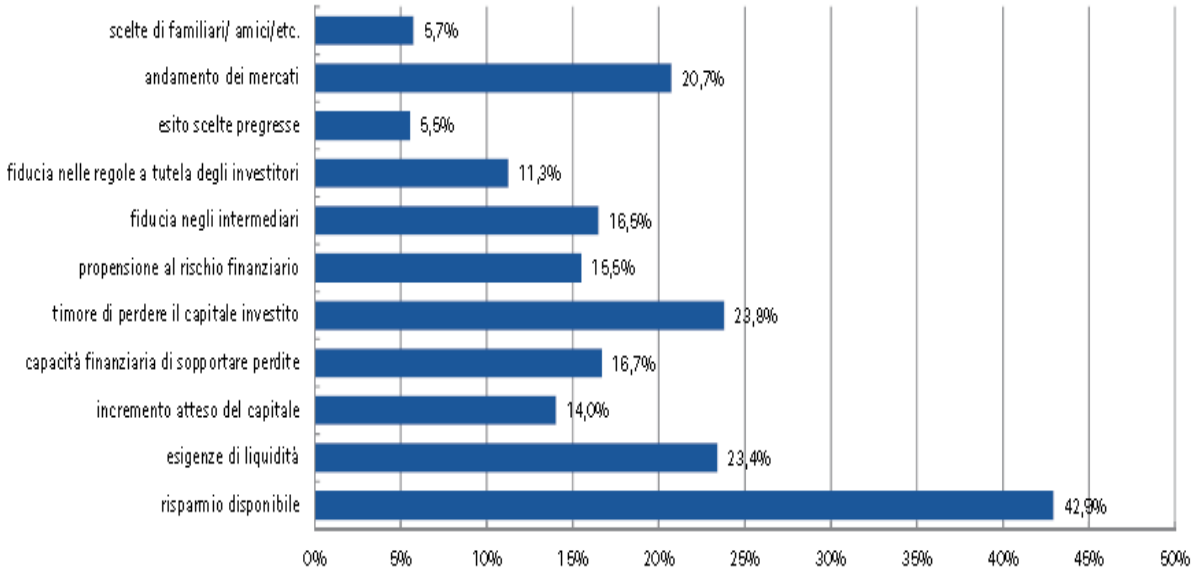
Figura 2.13 – Capacità logico - matematiche



Fonte: Relazione per l'anno 2014, Consob, 31/03/2015

Prima di scegliere se fare investimenti o meno, il 14% ritiene che uno dei fattori più importanti da riscontrare in sede di investimento sia l'aumento atteso del capitale e il 15% ritiene sia la propensione al rischio (Figura 2.14)

Figura 2.14 – Fattori da considerare in sede di investimento



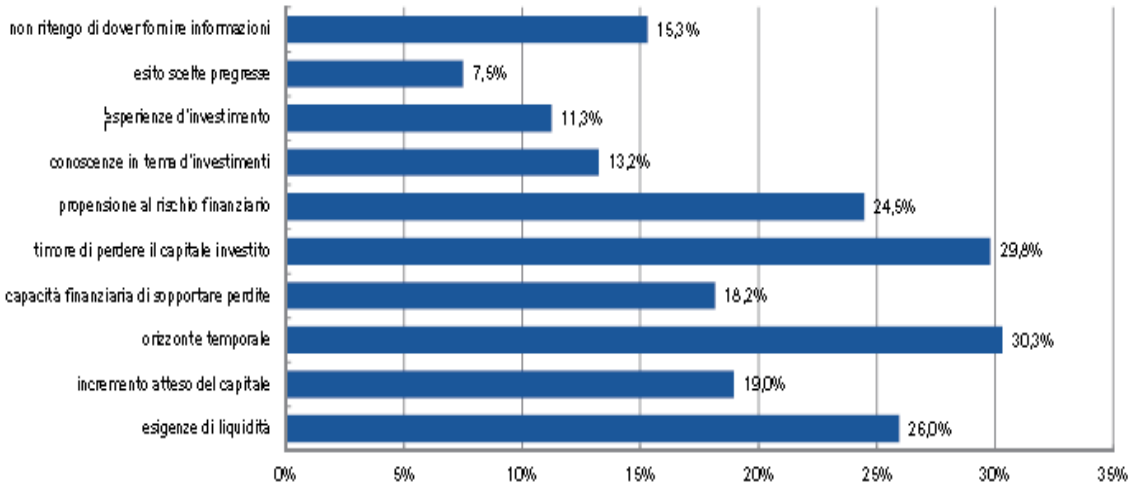
Fonte: Relazione per l'anno 2014, Consob, 31/03/2015

Infine, l'ultimo aspetto di indagine è rappresentato dallo scambio di informazioni che deve avvenire tra il consulente finanziario e l' investitore al fine di creare un profilo corretto del cliente, in modo tale da poter fornire un servizio nel suo miglior interesse.

I risparmiatori tendono a sottovalutare questo scambio informativo, infatti più del 15 % di loro ritiene di non dover fornire al consulente (il quale è tenuto alla valutazione di adeguatezza delle proposte di investimento rispetto al profilo del cliente) informazioni complete con riferimento alla propria situazione finanziaria, alle proprie esigenze, al proprio orizzonte temporale ecc.

Coloro invece che sono disposti a comunicare questo tipo di informazioni sono rappresentati da una percentuale che si attesta tra l'8 e il 30 %.

Figura 2.15 – Informazione da fornire all'intermediario



Fonte: Relazione per l'anno 2014, Consob, 31/03/2015

Emerge quindi l'importanza di sensibilizzare le famiglie sul tema dello scambio di informazioni affinché il professionista possa tracciare un profilo corretto del cliente (Consob, 2015).

2.8 - Considerazioni conclusive

Alla luce dei dati raccolti dall'indagine condotta dalla Consob, è possibile tracciare un profilo dell'investitore italiano.

Innanzitutto, per quanto riguarda il grado di alfabetizzazione finanziaria, le conoscenze logico-matematiche e le competenze economico - finanziarie si attestano su livelli non particolarmente elevati.

Infatti, risultano essere poco conosciute nozioni come diversificazione del rischio, inflazione, interesse semplice e rendimento atteso di un investimento.

Rispetto agli anni precedenti, nel 2014 gli investitori si sono avvicinati maggiormente ai mercati finanziari, anche se, permane una certa cautela in quanto sembrano disposti a investire la propria ricchezza in prodotti finanziari a condizione che sia garantita la protezione del capitale o un rendimento minimo.

Inoltre con riferimento alla consulenza finanziaria, gli investitori si sono avvicinati a questo tipo di servizio, anche se non sembrano percepirne molto i vantaggi che ne derivano: infatti, la disponibilità a pagare per ricevere un servizio di consulenza rimane limitata, sia tra coloro che si avvalgono del servizio MiFID, sia tra coloro che ricevono consulenza passiva o generica.

Il consulente dipendente bancario sembra essere la figura professionale a cui si fa maggiormente riferimento per le decisioni di investimento, mentre molto meno diffuso è il ricorso al consulente indipendente.

Infine, i risparmiatori sottovalutano, l'importanza dello scambio di informazioni che dovrebbe attivarsi tra consulente e investitore affinché il primo possa fornire un servizio nel miglior interesse del secondo.

CAPITOLO III

La fiducia nel consulente finanziario: un'analisi empirica

3.1 – Introduzione

Gli eventi che hanno caratterizzato i mercati finanziari dagli anni Duemila fino ad arrivare al fallimento di Lehman Brothers e la crisi finanziaria conseguente, hanno avuto un impatto significativo sulle scelte di allocazione della ricchezza da parte degli investitori, esperti o meno; notevole risulta infatti il cambiamento nelle preferenze e nella propensione al rischio.

In particolare per quanto riguarda l'Italia, tra la fine dell'anno 2007 e la fine dell'anno 2008, si è verificato un importante spostamento del risparmio verso strumenti più liquidi e a basso rischio, come rilevano i dati raccolti dall'indagine GfK Eurisko (Gentile e Siciliano, 2009).

Comprendere le ragioni che spingono alla partecipazione al mercato finanziario da parte degli investitori, appare di assoluto rilievo sia dal punto di vista della *policy* che dal punto di vista manageriale.

Nel primo caso, è importante conoscere quali fattori influenzano gli individui con riferimento alle scelte di gestione del risparmio sia per le implicazioni sugli assetti e l'articolazione dei sistemi di regolamentazione del mercato, sia per gli effetti sulle prospettive di crescita degli investitori istituzionali e del mercato dei capitali privato (Gentile, Linciano e Siciliano, 2006).

Nel secondo caso, invece, è rilevante, per le istituzioni che operano nei mercati finanziari, capire da quali fattori sono influenzati i risparmiatori nel momento in cui decidono di effettuare una scelta di investimento (Cruciani, Gardenal e Moretti, 2014).

In questo terzo capitolo l'attenzione viene posta su un aspetto particolare del processo di partecipazione al mercato finanziario da parte degli investitori, ovvero come la disposizione di informazioni riguardanti il consulente finanziario influenzi la fiducia che riceve dall'investitore.

Attraverso un'analisi empirica, ci si pone l'obiettivo di indagare quali siano i fattori che influenzano il processo di fiducia tra investitore e consulente; nel dettaglio la domanda a

cui si cerca di dare risposta intende constatare se avere informazioni sul consulente finanziario influenzi significativamente la fiducia in lui riposta.

Rispondere a tale quesito può fornire spunti di riflessione innovativi agli studi che hanno ad oggetto questo tipo di tematiche (Cruciani, Gardenal e Moretti, 2014).

3.2 – La letteratura

Come si è detto in precedenza, negli ultimi anni si è assistito alla significativa riduzione dei soggetti che partecipano al mercato finanziario, ovvero che detengono almeno uno strumento finanziario rischioso come ad esempio azioni, obbligazioni, prodotti di risparmio gestito (Gentile e Linciano, 2009).

Molti studi di economia e finanza hanno ad oggetto questo tema e sono emerse una serie di argomentazioni per spiegare la bassa partecipazione al mercato finanziario.

Una delle principali ragioni è legata alla presenza dei costi di transazione o di accesso al mercato; infatti acquistare strumenti finanziari rischiosi porta l'investitore a sostenere una serie di spese legate alle commissioni di negoziazione, alla tenuta di un conto titoli e ai costi che si devono sostenere qualora si decida di avvalersi di un consulente.

Con riferimento ai prodotti del risparmio gestito, invece, vengono previste altre tipologie di spesa tra cui ad esempio le commissioni di entrata e di uscita, e nel caso delle gestioni patrimoniali ad esempio, sono previste soglie minime di investimento elevate.

Inoltre, molto spesso gli investitori *retail* non reperiscono facilmente le informazioni che si rendono necessarie per la gestione e il monitoraggio di un portafoglio oppure per valutare l'affidabilità dei suggerimenti forniti dagli intermediari, quindi occorre tenere in considerazione tutta una serie di costi non monetari legati a queste casistiche.

La non partecipazione al mercato finanziario risulta una scelta giustificata nel caso in cui sia limitato il patrimonio che può essere investito in attività rischiose, in quanto risulta probabile che rendimenti attesi siano minori rispetto ai costi sostenuti per accedere al mercato.

Un altro elemento da tenere in considerazione per quanto riguarda la scarsa propensione all'investimento è l'educazione finanziaria.

Gli individui devono sostenere costi di accesso al mercato legati ad esempio alla necessità di selezionare e utilizzare le informazioni relative a un dato strumento finanziario.

In quest'ambito, un livello più elevato di alfabetizzazione finanziaria comporta due benefici: da una parte, rende più semplice la comprensione delle informazioni e quindi riduce il costo per la loro elaborazione; dall'altra parte, potrebbe portare all'aumento del

rendimento atteso dall'investimento, dato che l'investitore è più abile a sfruttare l'informazione finanziaria (Gentile, Linciano e Siciliano, 2006).

In quest' ambito, lo studio condotto dalla Consob nel 2015 su un campione di famiglie italiane, di cui si è discusso nel capitolo precedente, ha rivelato che quasi la metà degli individui non è a conoscenza del concetto di inflazione.

Poco note risultano essere anche nozioni tra cui la diversificazione degli investimenti, la relazione rischio-rendimento, il rendimento atteso di un investimento e l'interesse semplice.

Ulteriori studi dimostrano che, un altro fattore che condiziona la partecipazione al mercato azionario, è la fiducia che gli individui ripongono nel proprio consulente finanziario.

Teoricamente una maggiore fiducia nel proprio consulente dovrebbe influire positivamente sulla partecipazione, soprattutto per coloro che non sono in possesso di particolari conoscenze economico - finanziarie, in quanto riduce i costi informativi necessari per accedere al mercato; infatti, se ci si affida ai consigli di un esperto, è possibile colmare la difficoltà di elaborazione delle informazioni.

Inoltre, una maggiore fiducia porta all'aumento del rendimento che il risparmiatore si attende dall'investimento in quanto si può riscontrare una minore probabilità soggettiva assegnata all'eventualità di comportamenti scorretti da parte degli intermediari.

Questo filone della letteratura sottolinea anche l'importanza dei fattori sociali e culturali a cui la fiducia è a sua volta strettamente correlata.

Naturalmente gli scandali finanziari degli ultimi anni possono avere un impatto a livello generale sulla fiducia nel mercato finanziario, indipendentemente dalle conoscenze finanziarie di ogni soggetto (Gentile, Linciano e Siciliano, 2006).

Dall' analisi della letteratura viene evidenziato che l'educazione finanziaria e la fiducia sono temi che assumono un ruolo fondamentale nel determinare il comportamento degli investitori; l'effetto di questi fattori sulla partecipazione al mercato è stato analizzato da studi recenti che hanno posto l'attenzione sul ruolo che la consulenza finanziaria ricopre nell'orientare le decisioni degli investitori nel loro migliore interesse, cercando di ridurre gli errori sistematici che possono inficiarne le scelte.

Innanzitutto, potrebbero indebolire il ruolo della consulenza eventuali conflitti di interesse causati da agevolazioni o incentivi a favore del consulente che potrebbero

mettere a rischio il suo dovere di agire in modo professionale, per servire al meglio gli interessi dei clienti (Inderst e Ottaviani, 2009).

Il conflitto di interesse potrebbe crearsi nel caso in cui l'investitore poco informato presenti una tendenza eccessiva a delegare (Ottaviani, 2000), non segua le raccomandazioni di investimento ricevute (Hacketal *et al*. 2009), e nel caso in cui il consulente trasmetta più informazioni solamente se i clienti presentano un livello di educazione finanziaria elevato (Calcagno e Monticone, 2011; Bucker-Koenen e Koenen, 2011).

Per quanto riguarda l' alfabetizzazione finanziaria, Calcagno e Monticone (2011) e Bucker e Koenen (2011) dopo una serie di ricerche giungono alla medesima conclusione: il basso livello di alfabetizzazione finanziaria non sembra incoraggiare il ricorso al consulente finanziario (anche se una maggiore alfabetizzazione dovrebbe portare all'aumento della propensione a decidere autonomamente), quindi ne deriva che la probabilità di affidarsi ad un intermediario è correlata negativamente con il grado di educazione finanziaria (Linciano, 2012).

Si può dedurre quindi che la relazione tra alfabetizzazione e ricerca di consulenza non è così ovvia.

La relazione è positiva nel caso in cui gli individui con maggiori competenze in ambito finanziario:

- siano meno sicuri delle proprie capacità;
- abbiano un più elevato costo opportunità del tempo;
- considerano la consulenza come una fonte di informazioni aggiuntiva;
- ritengono che i consulenti forniscano migliori consigli di investimento;
- sono meno impazienti (Cruciani, Gardenal e Moretti, 2014).

Infine, Georgarakos e Inderst (2010) sostengono che fattori come la consapevolezza delle proprie conoscenze e la fiducia nel funzionamento corretto del mercato, possono influenzare la propensione a farsi guidare da un consulente nelle scelte d'investimento, oltre alle già citate conoscenze delle materie finanziarie.

Infatti, gli investitori con un livello di percezione delle proprie capacità poco elevato, tenderebbero ad affidarsi alle raccomandazioni dell'intermediario e parteciperebbero al mercato finanziario solo se hanno fiducia; al contrario, la maggior parte di coloro che

risultano essere più sicuri delle proprie doti di investitori, decidono autonomamente e investono in strumenti finanziari se la tutela dei diritti degli investitori gode di un livello di fiducia elevato (Linciano, 2012).

3.3 – Analisi empirica

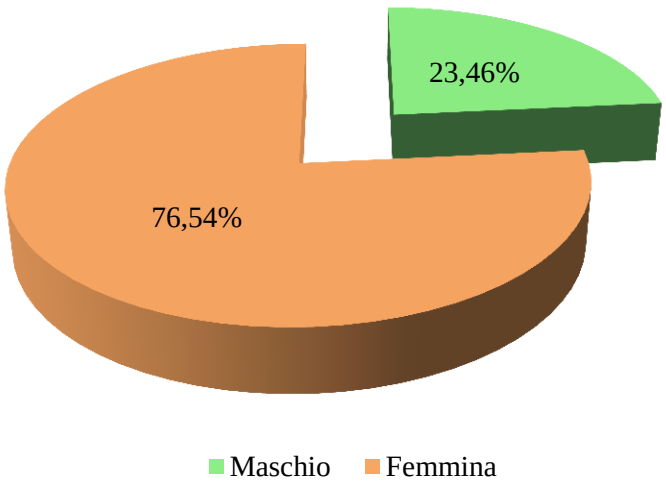
Il questionario utilizzato in questo esperimento si compone di tre parti, la prima è volta a raccogliere informazioni sui partecipanti, in particolare a misurare il loro livello di alfabetizzazione finanziaria.
Nello specifico l'effetto della capitalizzazione degli interessi, dell'inflazione sul potere d'acquisto, il ruolo del mercato finanziario, nonché la conoscenza di altri temi di natura finanziaria. La seconda parte è rappresentata da un gioco di investimento con l'obbiettivo di analizzare il rapporto di fiducia tra consulente e investitore e l'ultima parte riguarda le informazioni socio – demografiche dei partecipanti.

Il questionario è stato sottoposto il 25 settembre 2015 in occasione della Notte della Ricerca, un evento pubblico organizzato dall' Università Ca' Foscari di Venezia.
I soggetti ai quali è stato somministrato sono persone comuni, non professionisti.
Come ci si potrebbe aspettare, essendo un evento organizzato dall'università, si potrebbero individuare soggetti con livello di istruzione medio-alto.
Le caratteristiche del campione sono riportate e descritte in questo capitolo, al paragrafo 3.4.
In totale sono stati raccolti 179 questionari da partecipanti anonimi a cui è stato assegnato il ruolo di primo giocatore (dato che si tratta di colui che decide quanto capitale investire tramite un consulente), con l'obiettivo di indagare i principali fattori che stanno alla base del rapporto di fiducia tra cliente e consulente finanziario, di capire quindi l'importanza delle caratteristiche oggettive di quest'ultimo e come le caratteristiche individuali dell'investitore incidono nella scelta di uno specifico consulente.

3.4 – Analisi descrittiva del campione

Al fine di fornire una visione d'insieme sulle caratteristiche dei rispondenti al questionario, si prende in considerazione prima di tutto la terza parte del questionario.
Con questa prima analisi descrittiva si intende fornire un quadro generale con riferimento alla composizione del campione, in particolare vengono analizzate le informazioni riguardanti il genere, l'età, il reddito, la professione e l'istruzione del gruppo di partecipanti.
Come si può notare da grafico 3.1, dei 179 individui a cui è stato sottoposto il questionario, il 76,54% (137 partecipanti) sono donne mentre il rimanente 23,46% (42 partecipanti) sono uomini.

Grafico 3.1 - Genere

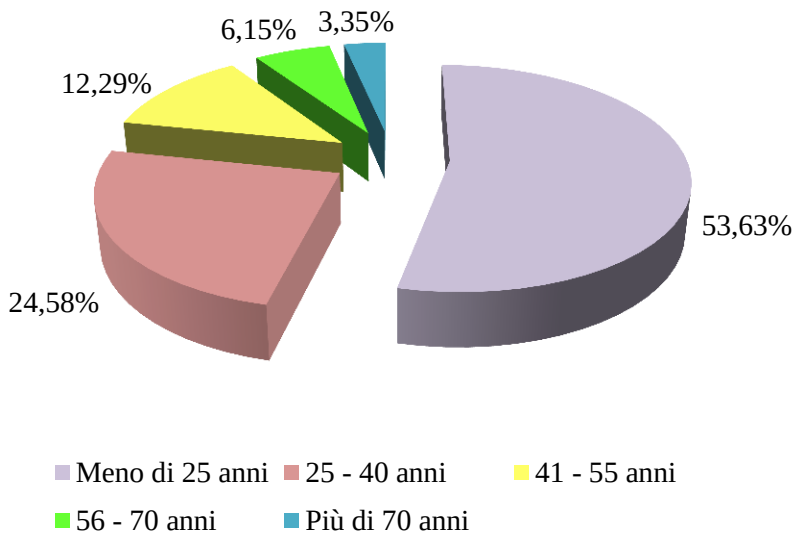


Fonte: elaborazione personale

Per quanto riguarda l'età media, il grafico 3.2 mette in evidenza come il campione sia composto prevalentemente da soggetti giovani; infatti il 78,21% dei rispondenti (140 soggetti) ha meno di 40 anni e solo il 21,79% (39 soggetti) ha un età compresa tra i 41 e i 70 anni.

Questo dato dovrebbe essere tenuto in considerazione in quanto con l'aumentare dell'età gli individui acquisiscono maggiori conoscenze con riferimento al settore finanziario.

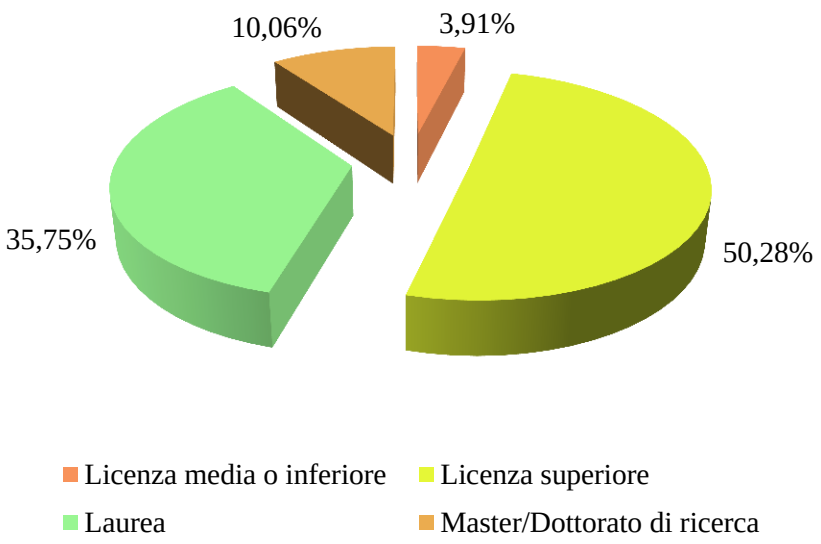
Grafico 3.2 – Età



Fonte: elaborazione personale

Con riferimento al grado di istruzione, si può notare come il livello sia abbastanza elevato: la metà dei partecipanti (90) ha conseguito la licenza superiore e il 39,66 % (71 individui) ha conseguito la laurea o una formazione superiore.
Solo il 10,06 % presenta la licenza media o inferiore (18 soggetti).

Grafico 3.3 - Istruzione

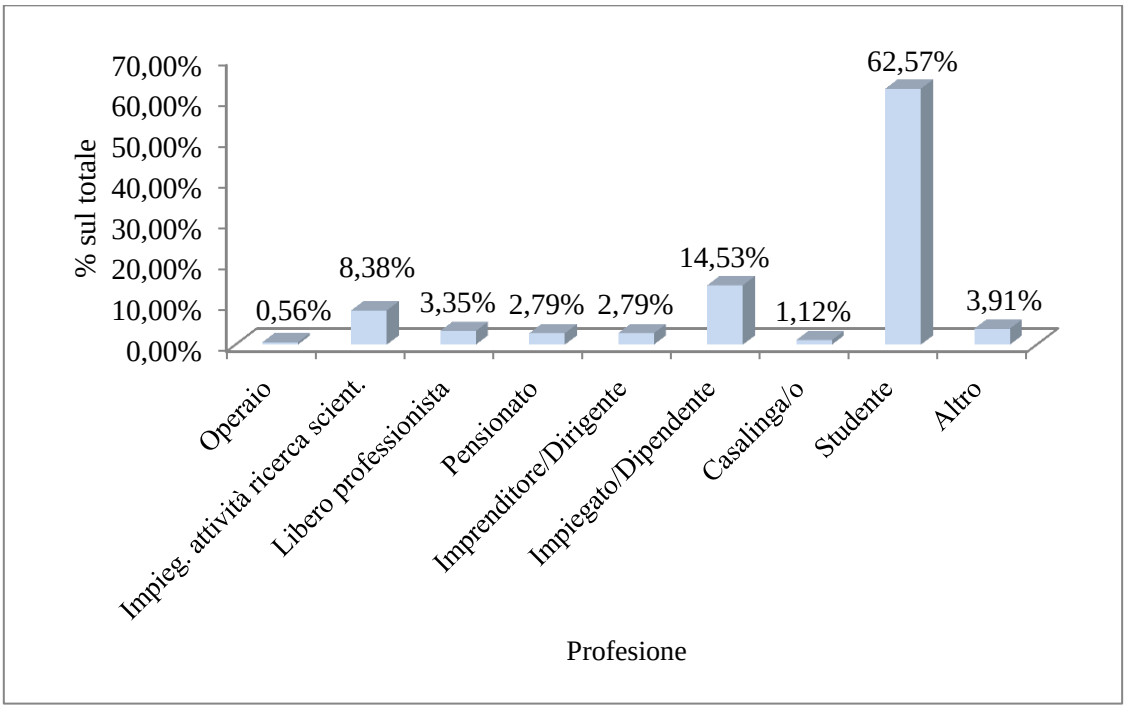


Fonte: elaborazione personale

Per quanto riguarda invece la situazione attuale dei soggetti in merito al livello di occupazione e alla fascia di reddito di appartenenza, dai grafici 3.4 e 3.5 si può osservare come nel primo caso i dati siano sbilanciati verso lo stato di studente, con il 62,57% che non ha ancora concluso il percorso di studi; nel secondo caso il 51,96% dei partecipanti presenta redditi medio bassi, guadagnando tra 15.000 e 30.000 € lordi l'anno.

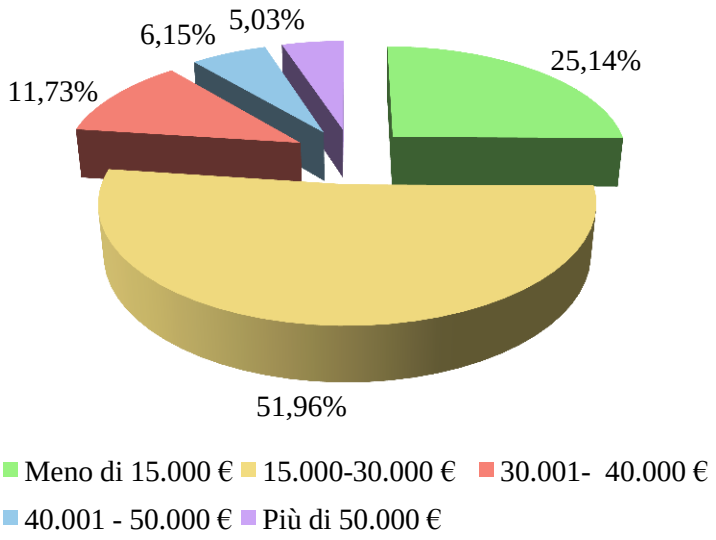
Queste informazioni risultano abbastanza prevedibili in quanto il gruppo di partecipanti è piuttosto giovane.

Grafico 3.4 – Professione



Fonte: elaborazione personale

Grafico 3.5 – Reddito



Fonte: elaborazione personale

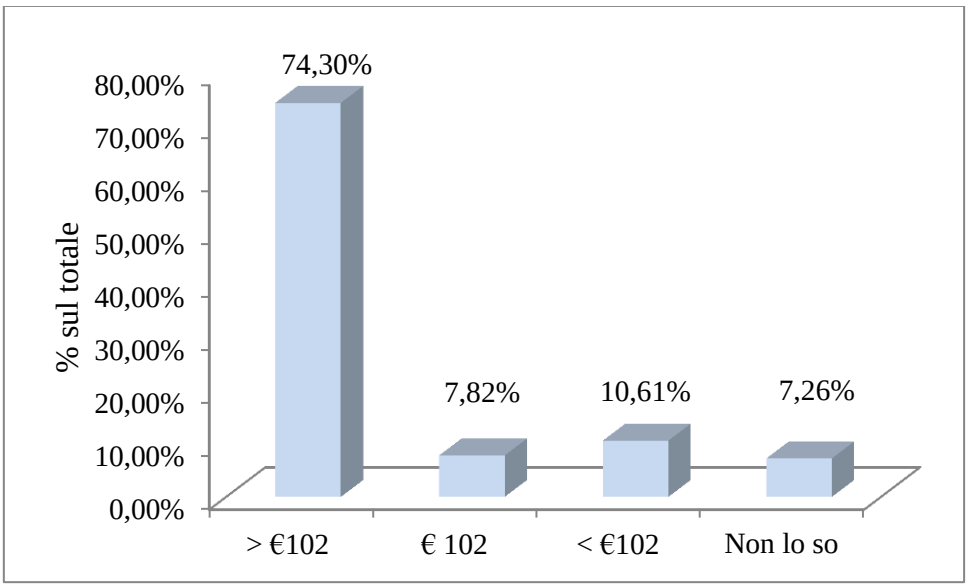
3. 5 – Analisi dell'alfabetizzazione finanziaria

Si pone ora l'attenzione sulla prima parte del questionario, lasciando per ultima l'analisi del gioco di investimento

I quesiti relativi a questa parte sono sette, tutti a risposta multipla di cui l'ultima è sempre "Non lo so".

La prima domanda[5] riguarda la conoscenza da parte dei soggetti del concetto di interesse, in particolare fa supporre la disposizione di 100 euro in conto corrente bancario con un tasso di interesse pari al 2% : dopo cinque anni senza aver mai prelevato nulla, la maggioranza dei rispondenti (74,30%) ritiene, correttamente, che la somma in conto sia maggiore di 102 euro.

Grafico 3.6 : L' interesse

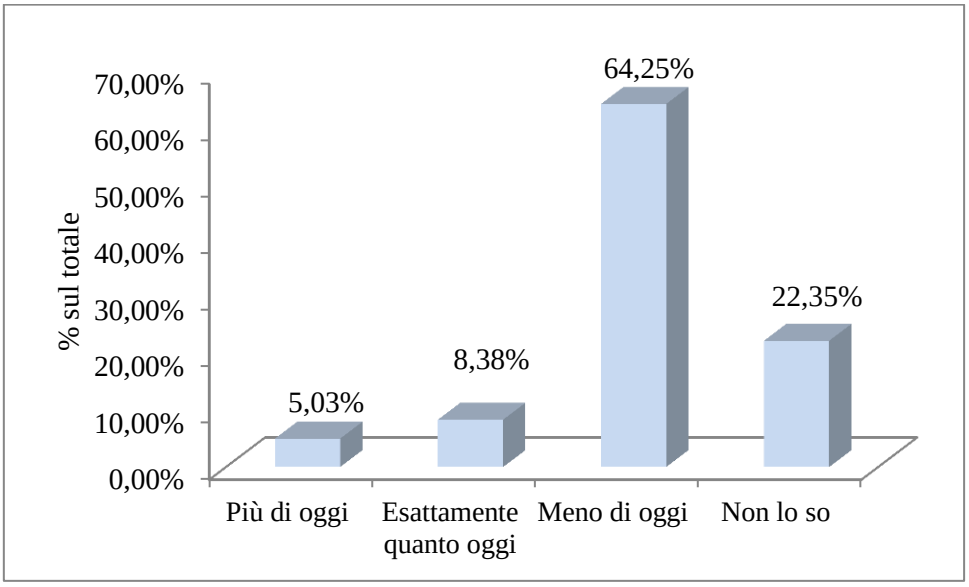


Fonte: Elaborazione personale

[5] 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 ti troverai nel conto? Più di €102 (1) _Esattamente €102 (2) _ Meno di €102 (3) _ Non lo so (4)

La domanda successiva[6] fa riferimento al concetto di inflazione: viene previsto un tasso d'interesse sul conto corrente bancario dell'1% e un tasso d'inflazione pari al 2%.
Il 64,25% dei partecipanti ha fornito la risposta esatta, ritenendo che dopo un anno, nel corso del quale non è mai stato prelevato nulla, con il denaro in conto è possibile acquistare meno rispetto al tempo presente.

Grafico 3.7 : L' inflazione

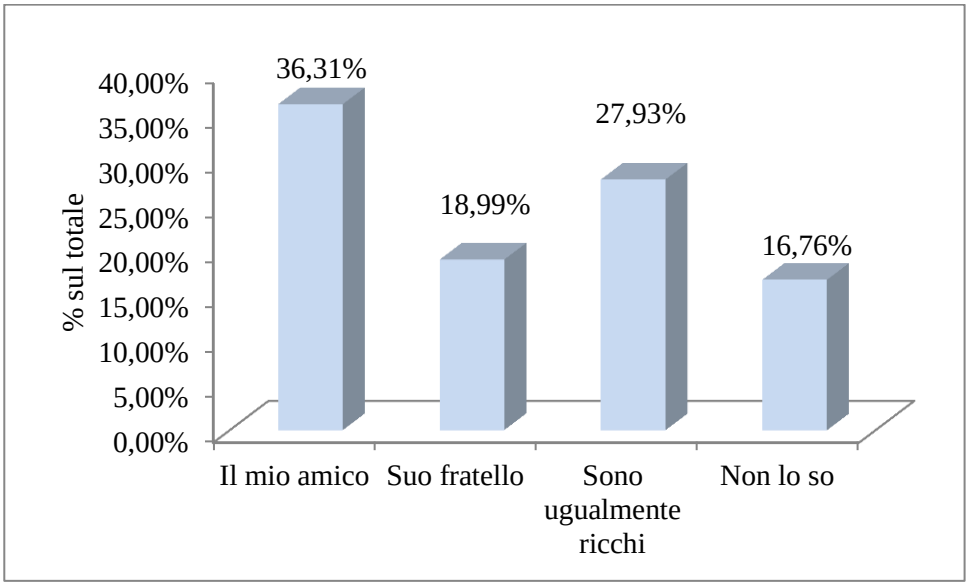


Fonte: Elaborazione personale

[6] Supponi che il tasso di interesse sul tuo conto bancario sia pari a 1% e che il tasso di inflazione sia pari al 2%. Dopo un anno quanto potrai comprare con i soldi nel tuo conto supponendo di non aver mai prelevato nulla durante l'anno?
Più di oggi (1) _ Esattamente quanto oggi (2) _ Meno di oggi (3) _ Non lo so (4)

La terza domanda[7] rileva che il 36,31% di coloro che hanno partecipato al questionario, ritiene che, tra ricevere una somma di denaro oggi e ricevere la stessa somma tra tre anni, sia più conveniente la prima opzione; infatti, disporre della somma subito permette di poter investire immediatamente ed ottenere un rendimento maggiore.

Grafico 3.8 : L' investimento del denaro



Fonte: elaborazione personale

Con la domanda successiva il 49,72% dei rispondenti ha affermato che il mercato finanziario ha la funzione principale di far incontrare gli individui che vogliono vendere e individui che vogliono comprare azioni.

[7] 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)

Tabella 3.9 – Il ruolo del mercato finanziario

Funzione del mercato finanziario	Percentuale riportata dagli investitori
Il mercato finanziario aiuta a prevedere i guadagni sulle azioni	21,79%
Il mercato finanziario produce un aumento nel prezzo delle azioni	5,59%
Il mercato finanziario serve per far incontrare gli individui che vogliono vendere e individui che vogliono comprare azioni	49,72%
Nessuna delle precedenti	11,73%
Non so	11,17%

Fonte: elaborazione personale

I due quesiti successivi riguardano la conoscenza della differenza tra il concetto di azione e obbligazione:

- Il 69,23% dei soggetti sostiene che se un individuo acquista delle azioni dell'azienda B sul mercato finanziario, possiede una parte di quest'ultima, dando quindi la risposta corretta;

Tabella 3.10 – Le azioni

Se un individuo acquista delle azioni dell'azienda B sul mercato finanziario...	Percentuale riportata dagli investitori
possiede una parte dell'azienda B	69,83%
ha prestato dei soldi all'azienda B	11,73%
è responsabile per i debiti dell'azienda B	5,03%

nessuna delle precedenti	6,15%
non so	7,26%

Fonte: elaborazione personale

- Il 44,13% dei partecipanti ritiene che se un individuo acquista delle obbligazioni dell'azienda B sul mercato finanziario, ha prestato dei soldi a tale azienda.

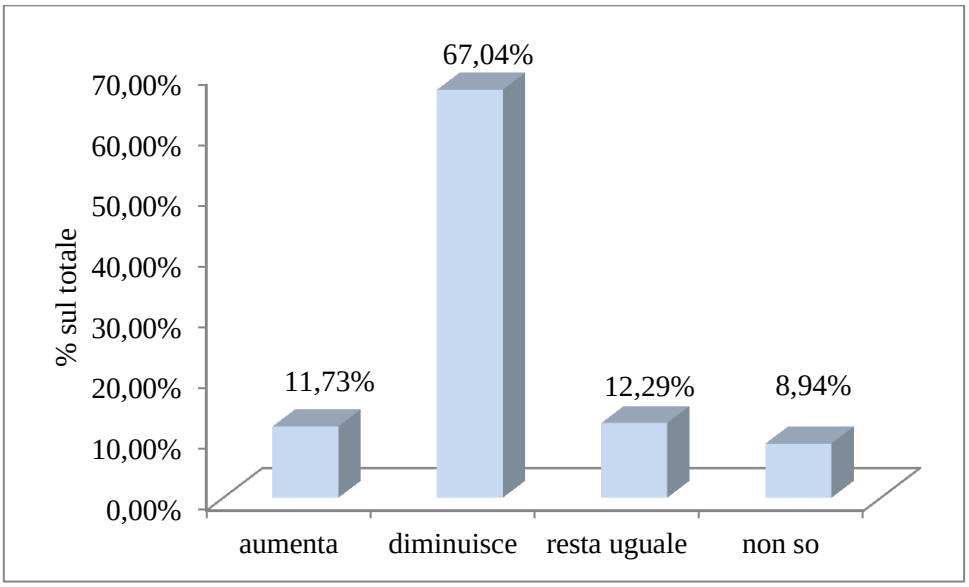
Tabella 3.11 – Le obbligazioni

Se un individuo acquista delle obbligazioni dell'azienda B sul mercato finanziario…	**Percentuale riportata dagli investitori**
possiede una parte dell'azienda B	8,94%
ha prestato dei soldi all'azienda B	44,13%
è responsabile per i debiti dell'azienda B	22,91%
nessuna delle precedenti	3,35%
non so	20,67%

Fonte: elaborazione personale

Questa prima parte dedicata all'alfabetizzazione finanziaria si conclude con una domanda relativa alla diversificazione del rischio.
Il 67,04% dei rispondenti afferma correttamente che se un individuo diversifica i suoi investimenti tra diversi prodotti, il rischio di perdere denaro diminuisce.

Grafico 3.12 - La diversificazione del rischio



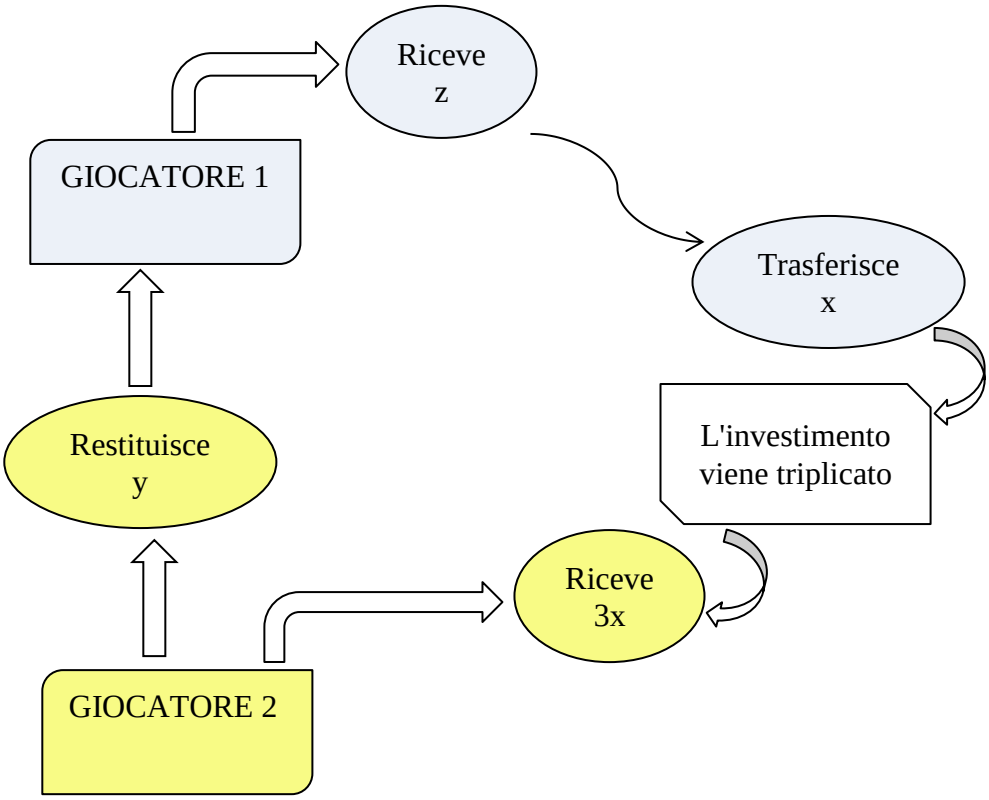
Fonte: elaborazione personale

3.6 – Il gioco di investimento

Si passa ora all'analisi della seconda parte del questionario, rappresentata da un esperimento, che ha l'obiettivo di comprendere quali siano le motivazioni che portano l'investitore a fidarsi del consulente finanziario e quindi a trasferirgli una parte del proprio patrimonio.

Di seguito viene presentata la struttura del gioco di investimento classico (Berg, 1995), utilizzata in questo questionario.

Figura 3.13 – Struttura del gioco di investimento



Fonte: elaborazione personale

Come si può osservare dalla figura 3.13, a questo esperimento partecipano due giocatori: l'investitore, rappresentato dal giocatore uno, che dispone di una somma di

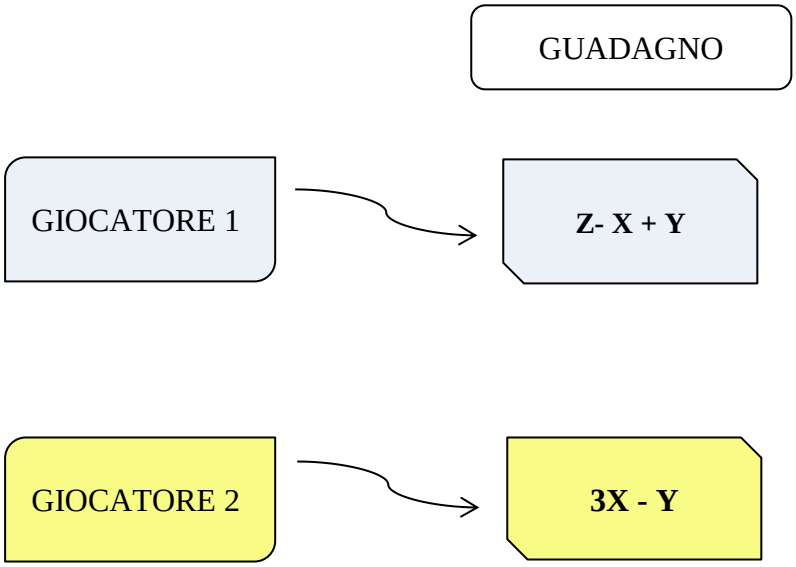
denaro (z) e deve decidere se e quanto affidare di tale somma (x) al consulente, rappresentato dal giocatore due.

Nel caso in cui una certa cifra venga investita, il giocatore uno è consapevole che questa triplicherà, in modo tale da poter simulare gli effetti di un investimento reale.

Il giocatore due riceve quindi questa somma triplicata (3x) ed ha la possibilità di decidere in autonomia quanto restituire (y) al giocatore uno.

Il ritorno del primo giocatore corrisponde alla somma tra quanto non è stato investito all'inizio del gioco (*z-x*) e quanto restituito dal secondo giocatore (*y*), mentre il ritorno del giocatore due è rappresentato dalla differenza tra il triplo della somma investita dal primo giocatore (3*x*) e quanto restituito a quest'ultimo dal giocatore due (*y*).

Figura 3.14 – Guadagni dei giocatori



Fonte: elaborazione personale

Il gioco di investimento, oggetto del questionario, è preceduto da un' introduzione in cui viene spiegato al rispondente che dovrà decidere se e quanto affidare di una somma iniziale (1.000 €) in suo possesso ad un secondo giocatore (il consulente); la quantità che verrà investita sarà certamente triplicata e sarà il secondo giocatore a decidere quanto restituirgli alla fine del periodo di investimento, potrà quindi decidere di tenersi una parte di questo rendimento e di restituire il resto.
Non c'è modo quindi di conoscere come si comporterà prima di decidere quanto investire.

L'esperimento si compone di due trattamenti che si distinguono per il tipo di informazione fornita sul consulente:

- trattamento non informato: al giocatore non viene fornita alcuna informazione sulla sua controparte nell'investimento;

- trattamento informato: vengono presentati tre profili di consulente finanziario e il giocatore deve decidere quanto trasferire a ciascuno dei tre, tenendo presente che le cifre da indicare non sono esclusive (non devono sommare a 1000€) poiché solo una delle tre scelte diventerà realtà nel gioco; infatti sarà il computer a determinare quale controparte assegnare ad ogni giocatore.

  I tre profili proposti sono i seguenti:

  - PROFILO ROSSO: il consulente ha 34 anni, si è laureato nel 2012 in Economia e Finanza alla Bocconi di Milano, e ha completato il suo percorso di formazione con un Master in Finanza alla City University of London.
    Da circa un anno lavora per un'importante rete di consulenza finanziaria italiana.
    Incontra i suoi clienti saltuariamente, ma con essi ha un costante rapporto di comunicazione basato su risposte rapide alle email, telefonate, messaggi e chat.

- PROFILO BLU: il consulente ha 48 anni e una laurea in Economia all'Università di Bologna.

  Opera come consulente finanziario da 23 anni, durante i quali ha avuto l'occasione di cambiare spesso istituzione di appartenenza, lavorando anche per le principali reti italiane.

  Da qualche mese è inserito in una importante rete di consulenza finanziaria italiana. Incontra i suoi clienti con regolarità, e mantiene un rapporto di corrispondenza via email per gli aggiornamenti periodici.

  E' sempre disponibile ad essere contattato via telefono per ogni eventualità.

- PROFILO BIANCO: il consulente ha 56 anni e da circa 30 anni lavora nel settore bancario. Da oltre 20 anni consiglia i clienti dell'istituto bancario in cui è impiegato, uno dei più importanti istituti italiani, su come gestire i propri risparmi e investire il proprio denaro.

  Incontra i propri clienti per lo più nel proprio ufficio presso la banca, ma è sempre disponibile ad andare incontro alle esigenze dei suoi clienti e ad organizzare incontri informativi e di aggiornamento sull'andamento degli investimenti con flessibilità di orario e luogo.

TRATTAMENTO NON INFORMATO

Al trattamento non informato hanno partecipato 45 persone su 179: nella tabella sottostante vengono riportati per ogni giocatore gli importi che sono stati trasferiti al consulente.

Tabella 3.15 – Trasferimenti al consulente

GIOCATORI	IMPORTO
Giocatore 1	450
Giocatore 2	500
Giocatore 3	200
Giocatore 4	1000
Giocatore 5	900
Giocatore 6	150
Giocatore 7	500
Giocatore 8	1000
Giocatore 9	400
Giocatore 10	10
Giocatore 11	10
Giocatore 12	600
Giocatore 13	700
Giocatore 14	0
Giocatore 15	200
Giocatore 16	150
Giocatore 17	1000
Giocatore 18	400
Giocatore 19	400
Giocatore 20	1000
Giocatore 21	100
Giocatore 22	900
Giocatore 23	200
Giocatore 24	200
Giocatore 25	100
Giocatore 26	600
Giocatore 27	33
Giocatore 28	1000
Giocatore 29	1000
Giocatore 30	200

Giocatore 31	500
Giocatore 32	1000
Giocatore 33	200
Giocatore 34	400
Giocatore 35	0
Giocatore 36	1000
Giocatore 38	450
Giocatore 39	300
Giocatore 40	500
Giocatore 41	200
Giocatore 42	600
Giocatore 43	500
Giocatore 44	100
Giocatore 45	500

MEDIA	**458,96**

Fonte: elaborazione personale

Come si può osservare, in assenza di informazioni sul secondo giocatore, la somma media che è stata trasferita è pari ad € 458,96.

Tabella 3.16 – Trasferimenti inferiori e superiori alla media nel trattamento no info

	Giocatori che hanno effettuato trasferimenti superiori alla media	**Giocatori che hanno effettuato trasferimenti inferiori alla media**
TRATTAMENTO NO INFO	21	24

Fonte: elaborazione personale

TRATTAMENTO INFORMATO

Per quanto riguarda il trattamento informato, a cui hanno partecipato 134 soggetti, la tabella sotto riportata evidenzia come i trasferimenti medi effettuati al consulente del profilo rosso (259,78) risultino più bassi rispetto a quelli effettuati con riferimento al profilo blu e bianco, rispettivamente di 312,71 e 305,86.

Tabella 3.17 – Trasferimenti medi al consulente

	PROFILO ROSSO	**PROFILO BLU**	**PROFILO BIANCO**
TRASFERIMENTI MEDI	259,78	312,71	305,86

Fonte: elaborazione personale

Nel dettaglio, le tabelle 3.18 e 3.19 evidenziano come la maggior parte dei giocatori di ogni profilo abbia effettuato trasferimenti inferiori alla media.

Tabella 3.18 – Trasferimenti superiori alla media nel trattamento info

	PROFILO ROSSO	**PROFILO BLU**	**PROFILO BIANCO**
Giocatori che hanno effettuato trasferimenti superiori alla media	53	49	50

Fonte: elaborazione personale

Tabella 3.19 - Trasferimenti inferiori alla media nel trattamento info

	PROFILO ROSSO	PROFILO BLU	PROFILO BIANCO
Giocatori che hanno effettuato trasferimenti inferiori alla media	81	85	84

Fonte: elaborazione personale

Inoltre, se si considera la media delle somme trasferite al consulente del profilo rosso, blu e bianco da ogni singolo partecipante, risulta un investimento medio pari a 292,78 €, somma sensibilmente più bassa se la si confronta con i trasferimenti medi del trattamento non informato.

Sembra quindi emergere un primo risultato interessante: i partecipanti al trattamento informato dimostrano una maggior diffidenza verso il consulente nel caso in cui il set informativo sul consulente aumenta.

Tabella 3.20 – Trasferimenti medi nel trattamento informato e non informato

	TRATTAMENTO NO INFO	TRATTAMENTO INFO
TRASFERIMENTI MEDI	458,96	292,78

Fonte: elaborazione personale

Tabella 3.21 – Trasferimenti inferiori e superiori alla media nel trattamento info

	Giocatori che hanno effettuato trasferimenti superiori alla media	Giocatori che hanno effettuato trasferimenti inferiori alla media
TRATTAMENTO INFO	68	66

Fonte: elaborazione personale

Dal punto di vista descrittivo, si potrebbe affermare che il confronto fra i due trattamenti consente di identificare alcune differenze tra il caso in cui non si disponga di informazioni riguardanti la controparte dell'investimento e il caso contrario.

Infatti, con riferimento al trattamento non informato, la media dei trasferimenti (458,96) effettuati dai partecipanti risulta più alta rispetto a quella dei trasferimenti ai tre profili di consulente che caratterizzano il trattamento informato.

Inoltre, anche confrontando solamente la distribuzione media relativa ai profili rosso, blu e bianco, si può notare come i partecipanti abbiano trasferito somme meno consistenti al consulente più giovane con minore esperienza in campo finanziario; infatti già nella terza parte del questionario è emerso che per i partecipanti, oltre al titolo di studio conseguito, il numero di anni di esperienza e la flessibilità negli incontri sono fattori fondamentali che devono caratterizzare il rapporto con il consulente.

Ciò potrebbe suggerire che avere informazioni su quest'ultimo influisce negativamente sul livello di fiducia in questi riposta da parte dell'investitore.

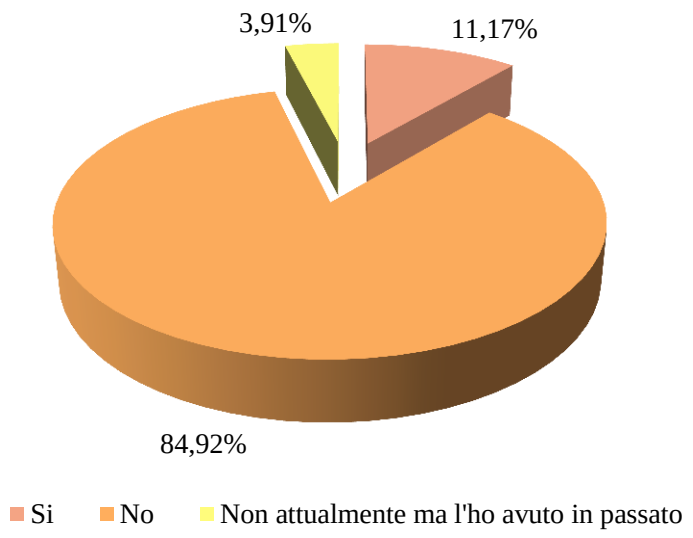
Quest'ipotesi iniziale sarà analizzata più approfonditamente nel paragrafo 3.8 grazie all' applicazione di una serie di test statistici.

3.7 – Caratteristiche del consulente

Una parte del questionario è volta a raccogliere informazioni relativamente a cosa gli investitori ritengano sia importante nella figura del consulente finanziario.
La maggior parte dei partecipanti, circa l'85%, non ha attualmente un consulente finanziario, al contrario l'11,17% per le proprie scelte di investimento si affida invece al consulente e solo il 3,91% afferma di averlo avuto in passato.
Quest' ultima percentuale è così composta:

- tre soggetti hanno dichiarato che la ragione principale che ha portato alla cessazione del rapporto è stata la volontà di non effettuare più investimenti;
- tre soggetti affermano che l'esperienza con il vecchio consulente non è stata positiva;
- un soggetto infine ritiene di non aver più bisogno del consulente in quanto in grado di gestire in maniera autonoma il proprio patrimonio.

Grafico 3.22 – Consulente finanziario



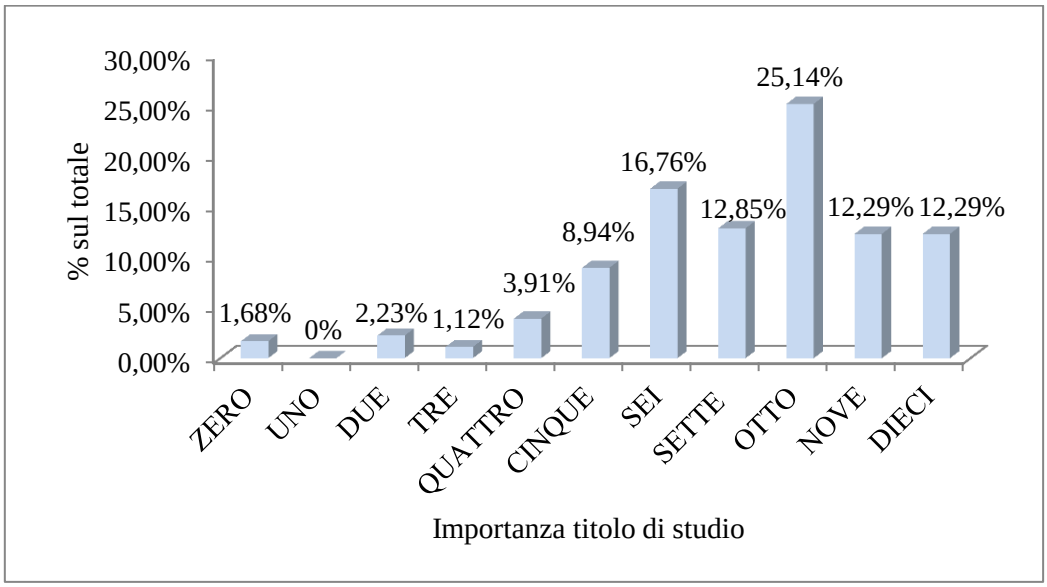
Fonte: elaborazione personale

Questa parte del questionario si conclude con una serie di domande volte a raccogliere informazioni sul livello di gradimento del consulente finanziario: quattro quesiti formati da 11 possibili risposte che, in una scala di importanza, rappresentano ognuna un voto da assegnare ad una particolare qualità dell'investitore.
La maggior parte degli individui ritiene che il riscontro di determinate caratteristiche nella figura del consulente sia molto rilevante nella scelta dell'intermediario al quale affidare la gestione dei propri investimenti.

Nel dettaglio:

- con riferimento all'importanza del titolo di studio conseguito, la gran parte dei voti assegnati è compresa fra il sei e il dieci (in una scala da 0 a 10 dove zero rappresenta l'assenza di importanza e 10 il massimo dell'importanza);

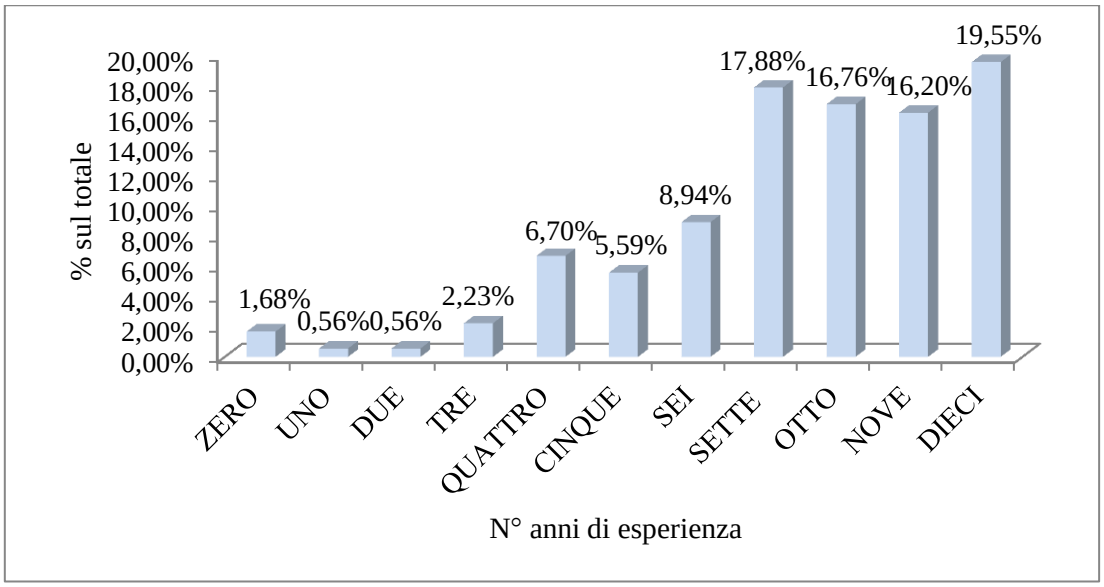
Grafico 3.23 – Titolo di studio



Fonte: elaborazione personale

- con riguardo invece agli anni di esperienza accumulati nel campo finanziario, quasi tutte le risposte si concentrano nel *range* di voti che va da sette a dieci;

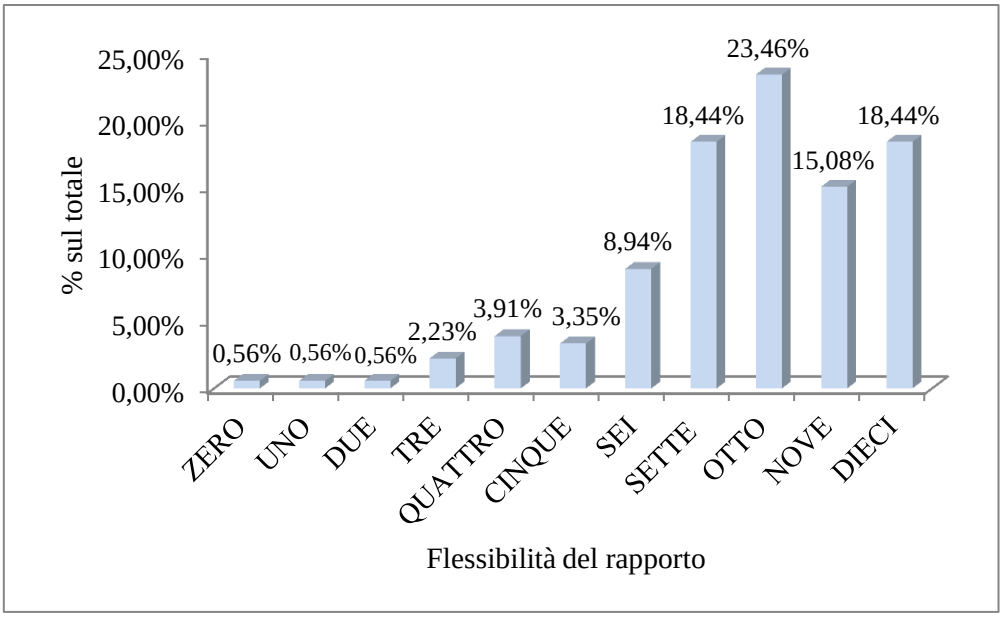
Grafico 3.24 – Numero degli anni di esperienza



Fonte: elaborazione personale

- anche la flessibilità (incontri, comunicazioni in diversa forma ecc.) viene considerata una qualità necessaria che deve caratterizzare il rapporto con il consulente, infatti la maggioranza dei voti è ricompresa nella fascia che va da sette a dieci;

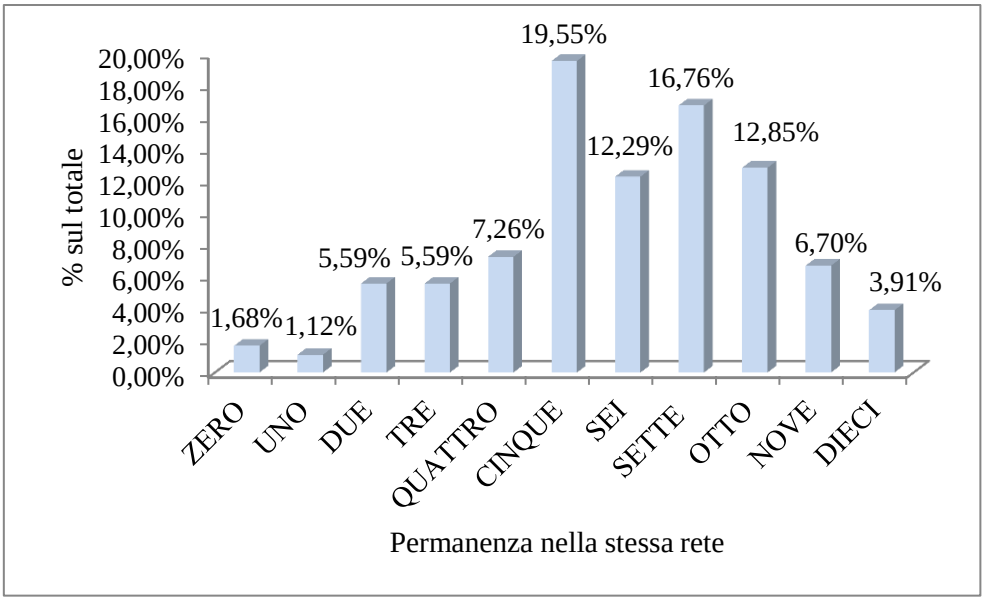
Grafico 3.25 – La flessibilità del rapporto



Fonte: elaborazione personale

- da ultimo, la permanenza di lunga durata in una stessa rete o banca è considerata relativamente importante dato che la maggioranza dei partecipanti ha attribuito una votazione tra il cinque e sette a questo fattore.

Grafico 3.26 – La permanenza di lunga durata



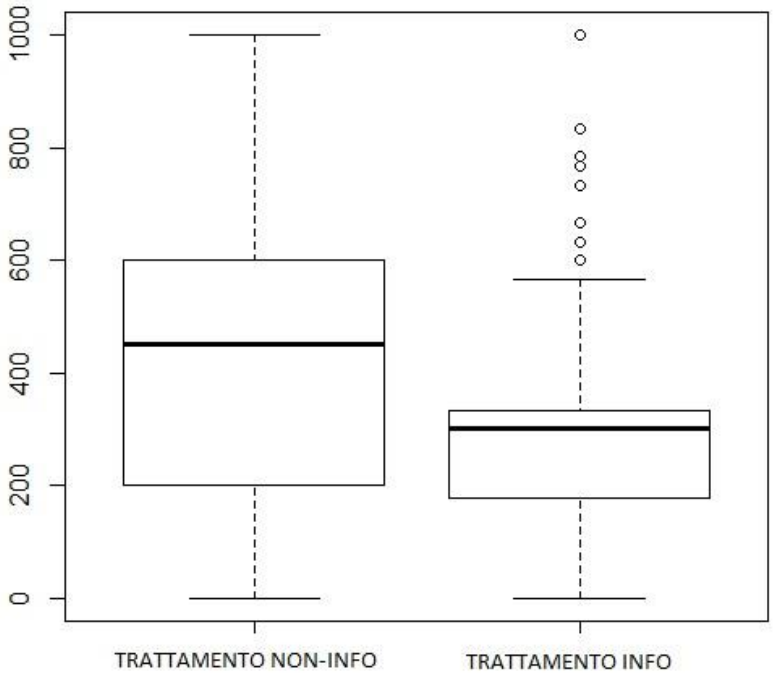
Fonte: elaborazione personale

3.8 – Analisi statistica del campione

Come si è detto in precedenza, lo scopo dell'esperimento è capire se la fiducia riposta nel consulente finanziario possa essere influenzata dalle informazioni che si dispongono su di lui, che possono riguardare il titolo di studio posseduto, gli anni di esperienza, la sua disponibilità ad incontrare il cliente ecc.
Ad un primo sguardo generale, quest' ipotesi sembrerebbe supportata.
Al fine di approfondire lo studio e poter confermare (o meno) con maggiore solidità statistica i risultati ottenuti, sono stati applicati dei test statistici ai campioni di dati.
In particolare il test utilizzato è il test non parametrico di Wilcoxon – Mann – Whitney.
In questo tipo di esperimento non si ricorre ad un test parametrico data la quantità limitata di osservazioni a disposizione e le caratteristiche dei dati raccolti che inficiano la validità delle ipotesi su cui si basano la maggior parte dei test parametrici.
Si tratta di un test non parametrico che prevede la presenza di due ipotesi: l'ipotesi H0, che rappresenta la possibilità che i dati provengano dalla stessa popolazione, e l'ipotesi H1 che viene accettata nel caso in cui l'ipotesi precedente venga rigettata.
Il valore da prendere in considerazione per commentare i risultati ottenuti è il *pvalue*: se risulta minore di 0,05, in questo caso si rifiuta l'ipotesi H0, nel caso contrario si accetta l'ipotesi H1 affermando che vi è diversità tra le due popolazioni.

Innanzitutto si intende confrontare il trattamento non informato, in cui al partecipante non viene fornita alcuna informazione sul secondo giocatore, e il trattamento informato, in cui si deve decidere quale somma trasferire a ciascuno dei tre consulenti definiti dal profilo rosso, blu e bianco.
Il diagramma sottostante mette in evidenza un primo confronto tra i due trattamenti: in entrambi i grafici, la larghezza del boxplot rappresenta il numero di soggetti in quella determinata serie.
La linea nera in grassetto all'interno del rettangolo (che rappresenta le scelte effettuate con maggiore frequenza) individua la scelta media.
Le linee tratteggiate verso il basso identificano la scelta minima, quelle tratteggiate verso l'alto la scelta massima e i pallini costituiscono i valori anomali.

Figura 3.27 – Confronto fra trattamento non informato ed informato



Fonte: elaborazione personale

Dal diagramma si nota che vi è una significativa differenza tra la scelta media del trattamento non informato e la scelta media del trattamento informato.

Per quanto riguarda l'analisi a livello statistico, il test di Wilcoxon è stato eseguito tra la serie di dati riguardanti il trattamento non informato e la scelta media dei tre profili relativi al trattamento informato.
Il *p-value* derivante è pari a 0.00794: ciò significa che i risultati supportano l'ipotesi in base alla quale nel caso di assenza di informazione i trasferimenti fatti al consulente siano significativamente diversi (in questo caso superiori) rispetto al caso in cui venga fornita una qualche informazione.

Tabella 3.28 - test trattamento non informato ed informato: pvalue

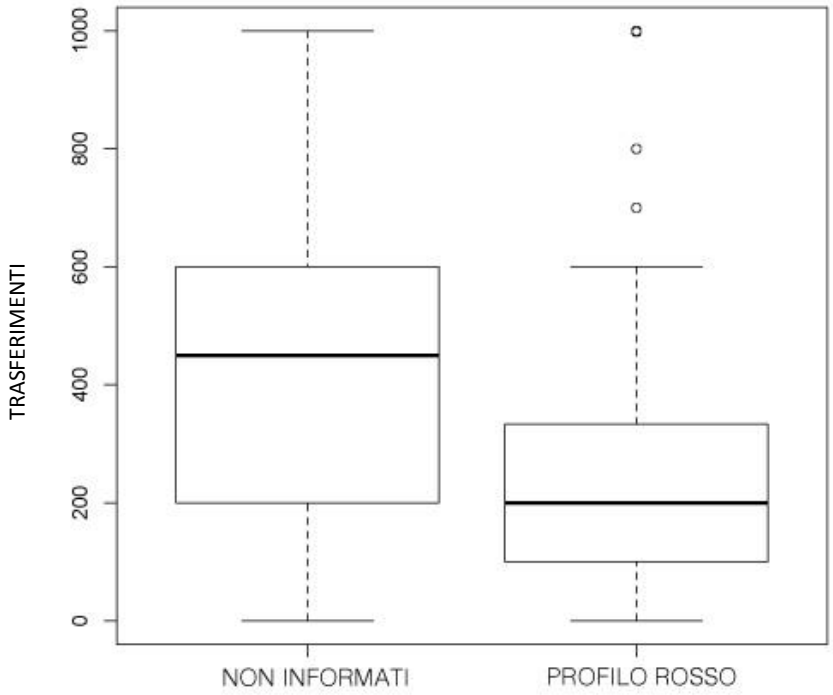
IPOTESI	PVALUE
Nulla (H0)	Rifiutata
Alternativa (H1)	Accettata: 0,00794 < 0,05

Elaborazione personale

Di seguito si intende considerare singolarmente i tre profili di consulente finanziario che fanno parte del trattamento informato e confrontare ognuno di questi con la serie di dati relativi al trattamento non informato.

In primo luogo, la figura 3.29 mostra la distribuzione degli investimenti suddivisi tra il caso di assenza di informazioni sul consulente e il caso in cui una qualche informazione venga fornita, in particolare si prende in considerazione il profilo rosso.

Figura 3.29 - Confronto tra trattamento non informato e profilo rosso



Fonte: elaborazione personale

Dal diagramma si nota che vi è un importante differenza tra la media dei trasferimenti fatti nel trattamento non informato e la media dei trasferimenti fatti con riferimento al profilo rosso che, come si ricorda, delinea una tipologia di consulente giovane, che lavora da poco tempo.

Ciò viene confermato dal test di Wilcoxon eseguito tra la serie di dati riguardanti il trattamento non informato e il profilo rosso del trattamento informato.
Ne è derivato un *p-value* pari a 0.0004084, di conseguenza si può affermare che le serie sono statisticamente differenti.

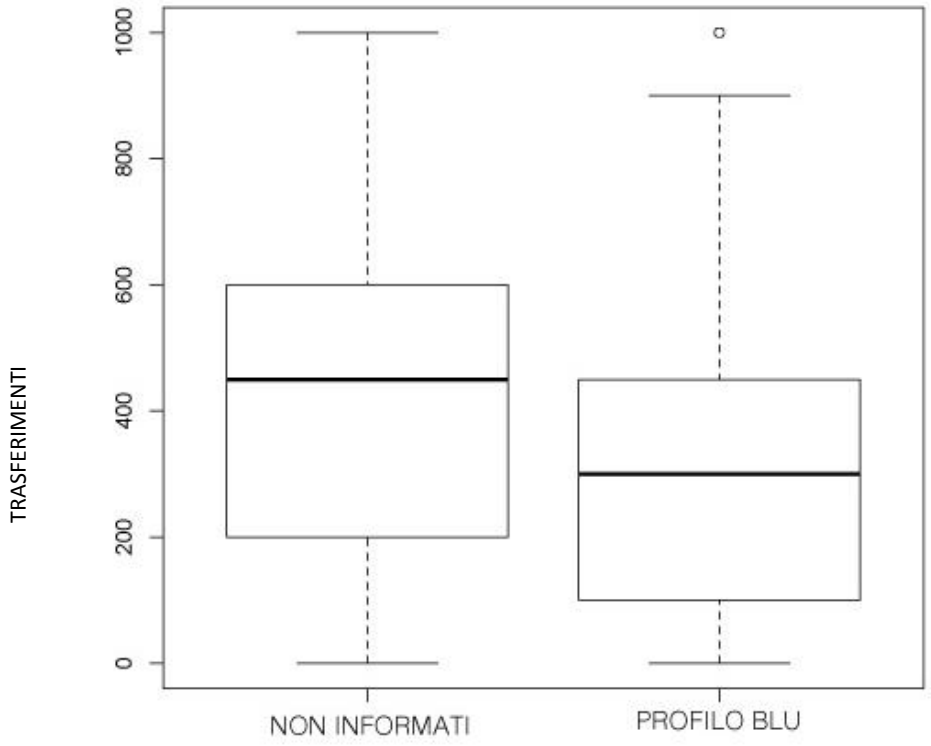
Tabella 3.30 - test trattamento non informato e profilo rosso: pvalue

IPOTESI	PVALUE
Nulla (H0)	Rifiutata
Alternativa (H1)	Accettata: 0,0004084 < 0,05

Elaborazione personale

Prendendo ora in considerazione la distribuzione degli investimenti al profilo blu e confrontandola con quella del trattamento non informato, anche in questo caso il diagramma (figura 3.31) mette in evidenza la differenza (leggermente meno significativa rispetto al profilo rosso) dei trasferimenti effettuati in presenza o meno di informazioni riguardanti il consulente.

Figura 3.31 - Confronto tra trattamento non informato e profilo blu



Fonte: elaborazione personale

Il *p-value* ottenuto dal test di Wilcoxon anche in questo caso è minore di 0,05, pari a 0.01306, si rifiuta quindi l'ipotesi testata H0.

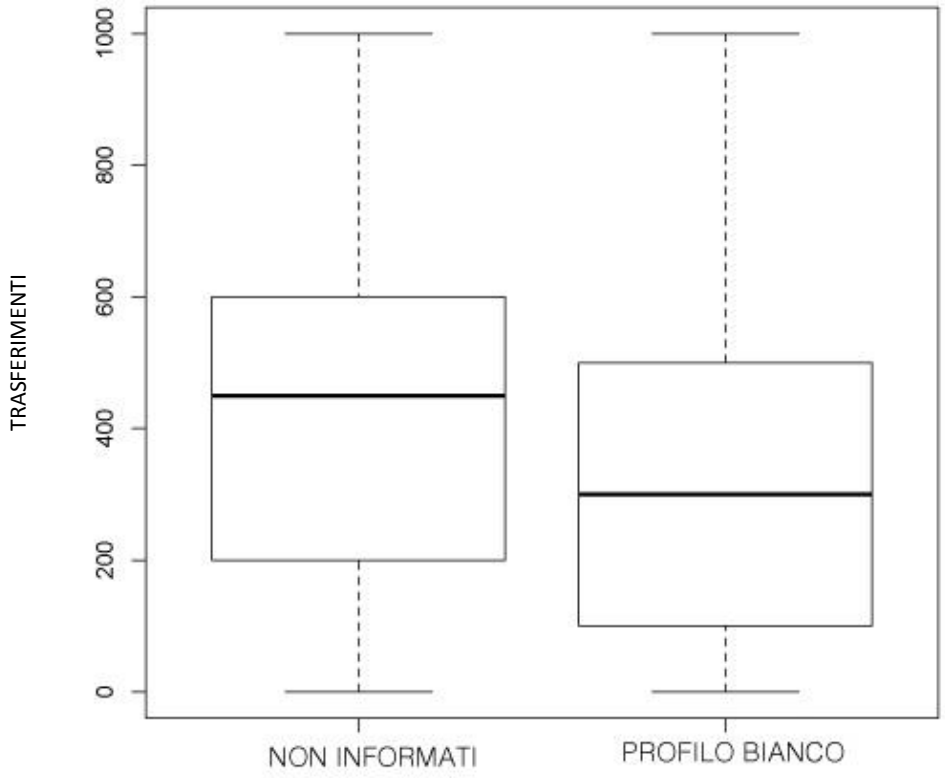
Tabella 3.32 - test trattamento non informato e profilo blu: pvalue

IPOTESI	PVALUE
Nulla (H0)	Rifiutata
Alternativa (H1)	Accettata: 0.01306 < 0,05

Elaborazione personale

La differenza è visibile anche nel caso di trasferimenti effettuati nel trattamento non informato e trasferimenti effettuati nel profilo bianco del trattamento informato (figura 3.33)

Figura 3.33 - Confronto tra trattamento non informato e profilo bianco



Fonte: elaborazione personale

Per quanto riguarda l'analisi a livello statistico, il test di Wilcoxon ha rivelato un *p-value* che ne deriva è pari a 0.01366: anche in questo caso viene accettata l'ipotesi in base alla quale le due serie di dati sono statisticamente differenti.

Tabella 3.34 - test trattamento non informato e profilo bianco: pvalue

IPOTESI	PVALUE
Nulla (H0)	Rifiutata
Alternativa (H1)	Accettata: 0.01366 < 0,05

Elaborazione personale

3.9 - Risultati

Questa analisi sperimentale aveva come obbiettivo quello di capire se avere o meno informazioni sul consulente finanziario influenza in modo significativo la fiducia dell'investitore.

In tutti e quattro i casi analizzati nel paragrafo precedente, i risultati indicano come i diversi profili di consulente inducano scelte di fiducia molto diverse, non solo da un punto di vista descrittivo, ma anche a livello statistico.

I *p-value* risultanti dai test di wilcoxon sono tutti minori di 0,05, di conseguenza è possibile affermare con sufficiente solidità statistica che diversi tipi di informazione abbiano un impatto sul livello di fiducia tra investitore e consulente finanziario.

Coloro a cui è stato sottoposto il trattamento informato, tendono ad effettuare investimenti più contenuti, evidenziando quindi un livello di fiducia più basso rispetto ai partecipanti al trattamento non informato, a differenza di quanto sarebbe facile aspettarsi.

Questi risultati potrebbero suggerire da una parte che il fornire informazioni sul consulente finanziario induce gli investitori a concentrare l'attenzione sulla valutazione del proprio interlocutore, confrontando le proprie capacità e quelle dell'investitore.

Dall' altra parte, gli investitori che non possiedono alcuna informazione sull'altro giocatore, sembrano aver riposto la proprio fiducia nella controparte solo in base alle proprie tendenze personali.

CONCLUSIONE

L'obiettivo di questo elaborato era quello di comprendere se disporre di determinate informazioni sul consulente finanziario può influenzare la fiducia in lui riposta dall'investitore - in particolare informazioni che riguardano l'esperienza lavorativa, il titolo di studio, la flessibilità nel rapporto con il cliente (incontri, comunicazioni in diversa forma ecc) e la permanenza di lunga durata in una stessa rete/banca – al fine di offrire uno spunto di riflessione con riguardo al rilevante tema dell'aumento della partecipazione ai mercati finanziari e del potenziamento della consulenza finanziaria.

Nel primo capitolo è stato osservato che per il rafforzamento della consulenza finanziaria si possono percorrere almeno due strade.

Innanzitutto occorre prendere in considerazione l'offerta del servizio di consulenza, soffermandosi sui fattori che potrebbero diminuirne la richiesta.

Infatti, si rendono necessari l'intervento in materia di conflitti di interesse e il miglioramento delle procedure che favoriscono lo sviluppo di un servizio di consulenza che meglio si adatta alle caratteristiche e alle esigenze del cliente.

Tutto ciò al fine di tutelare l'investitore e migliorare la fiducia nei confronti dei consulenti.

Per quanto riguarda i conflitti di interesse, tra le soluzioni che possono essere adottate rientrano l'imposizione di forme di trasparenza e il supporto alla nascita di un servizio di consulenza indipendente.

Nel secondo capitolo, sono stati analizzati i principali vantaggi della consulenza indipendente, tra cui spiccano le forme di remunerazione di tipo *fee-only*, in base alle quali il consulente è remunerato solamente dal cliente, infatti, non essendo vincolato alla vendita di prodotti finanziari preconfezionati, non percepisce provvigioni da altri intermediari finanziari.

Inoltre, è emerso che incidono in modo negativo sulla domanda di servizi di consulenza e sulla propensione a seguire consigli di investimento di una figura professionale, fattori tra cui scelte irrazionali, atteggiamenti di *overconfidence* e bassi livelli di alfabetizzazione finanziaria.

Per cercare di contenere tali fenomeni acquisiscono importanza le iniziative di educazione finanziaria che hanno come obiettivo quello di aumentare la consapevolezza

dei vantaggi che la consulenza può generare con riguardo alla diversificazione del rischio e al miglior rendimento del portafoglio.

Nel terzo capitolo infine, tramite un esperimento basato sulla distribuzione di un questionario, è emerso che essere informati, con riferimento alle caratteristiche del consulente finanziario, influenza la fiducia che si instaura fra le due controparti.

Coloro infatti a cui è stato sottoposto il trattamento informato, tendono ad effettuare investimenti più contenuti, evidenziando quindi un livello di fiducia più basso rispetto ai partecipanti al trattamento non informato, a differenza di quanto sarebbe facile aspettarsi: si potrebbe affermare che il fornire informazioni sulla controparte di investimento induce gli investitori a focalizzarsi sulla valutazione del proprio consulente, mettendo a confronto le capacità di quest'ultimo con le proprie.

Coloro invece che non possiedono alcuna informazione sull'altro interlocutore, sembrano aver riposto la proprio fiducia nella controparte seguendo una norma sociale.

Di conseguenza, se il processo di fiducia è mediato da varie norme sociali, risulta rilevante comprendere quali metodi di presentazione della figura del consulente o delle informazioni finanziarie inducano un maggior livello di fiducia.

Alla luce di tutto ciò, essendo la partecipazione ai mercati finanziari un tema rilevante, l'indagine è stata utile in quanto ha offerto dei suggerimenti interessanti: la fiducia con la quale gli investitori delegano le proprie decisioni di investimento cambia in funzione di determinate caratteristiche del consulente, in particolare, risultano privilegiati coloro che hanno più esperienza in campo finanziario e che presentano una maggiore flessibilità nel rapporto con il cliente.

BIBLIOGRAFIA

ANASF, “MiFID II” in *http://www.anasf.it/index.php?go=396*, 2015.

BANCA FINANZA, “I nuovi modelli operativi e i servizi di advisory: l’evoluzione della consulenza offerta da banche, promotori, Sim, consulenti indipendenti. L’organizzazione, le strategie e le prospettive del business.”, in *http://www.ambrosettiam.com/wp-content/uploads/2016/01/20140616_Banca_ Finanazaconsulenza_ finanziaria.pdf*, 2014.

BERG J., DICKHAUT J., McCABE K., “Trust, Reciprocity, and Social History” in «Games and Economic Behavior», 1995.

BERNHEIM D.D., “Financial Illiteracy, Education, and Retirement Saving”, in O.S. Mitchell e S.J. Schieber (a cura di), Living with Defined Contribution Pensions, The Pension Research Council, Wharton School Pension Research Council, University of Pennsylvania.

BICCHIERI C., XIAO E., MULDOON R., *Trustworthiness Is a Social Norm, but Trusting Is Not*, in «Politics, Philosophy & Economics», 2011.

BONGIOVANNI F. (Consob), “La consulenza nella MIFID 2”, 2015.

BORSA ITALIANA, “Committee of European Securities Regulators”, in *http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Committee%20of%20European%20Securities%20Regulators*, 2011.

BUCHER - KOENEN T., KOENEN J., Do Smarter Consumers Get Better Advice, Working Paper, in *http://www.carloalberto.org/assets/events/2012-cerp-conference/ bucherkoenenpaper.pdf*, 2011.

CALCAGNO R., MONTICONE C., *Financial Literacy and the Demand for Financial Advice*, in «Journal of Banking & Finance», 50, pp. 363-380, in *http://dx.doi.org/10.1016/ j.jbankfin.2014.03.013*, 2014.

CFIPARMA, "Consulenti finanziari indipendenti vs promotori finanziari e dipendenti bancari" in *http://www.cfiparma.it/documenti/CFI_Promotori.pdf*, 2015.

COFIP, "L'evoluzione normativa della Consulenza Finanziaria", in *https://cofip2014.wordpress.com/2014/06/19/levoluzione-normativa-della-consulenza-finanziaria/*, 2014.

COLLINS J.M., "A Review of Financial Advice Models and the Take-Up of Financial Advice", Center for Financial Security Working Paper n. 10-5, in *http://www.cfs. wisc.edu/papers/Collins2010_FinancialAdvicePaper.pdf.*, 2010.

CONSOB, "I servizi di investimento: cosa sono e quali tutele sono previste per i risparmiatori", in *www.consob.it/documenti/dir_risp/dir_per_inves/servizi_investimento.pdf*, ottobre 2012.

CONSOB, Regolamento 11522/1998 di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58 (TUF), concernente la disciplina degli intermediari, 1998.

CONSOB, Regolamento 17130 del 2010 riguardante l'attività dei consulenti finanziari, 2010.

CONSOB, Relazione per l'anno 20014, in *http://www.consob.it/documents/10194/0/Relazione+annuale+2014/7a2b8775-10cc-4930-bf04-38344b530f35*, marzo 2015.

CONSOB, "Report on financial investments of Italian households: behavioural attitudes and approaches", in *www.consob.it/.../report_investimenti.../ReportFamiglie_2015.pdf*, giugno 2015.

COX J.C., *How to Identify Trust and Reciprocity*, in «Games and Economic Behavior», vol. 46, n. 2, pp. 260-281, 2014.

CHRISTELIS D., GEORGARAKOS D., HALIASSONS M., “ Differences in Portfolios across Countries: Economic Environment vs. Household Characteristics”, CEPR Discussion Paper n. 8017, 2010.

CRUCIANI C., GARDENAL G., MORETTI A., “Fiducia e competenze finanziarie: un’analisi sperimentale”, 2014.

DECRETO 24 dicembre 2008, n. 206: “Regolamento di disciplina dei requisiti di professionalità', onorabilità, indipendenza e patrimoniali per l'iscrizione all'albo delle persone fisiche consulenti finanziari.”, 2009.

DI MASCIO A., “La consulenza finanziaria: regolamentazione, modelli di servizio e pianificazione finanziaria”, 2011.

DIRETTIVA MiFID 2004/39/CE, “*Markets in Financial Instruments Directive*”, 2004.

GENTILE M., LINCIANO N., SICILIANO G., Consob, quaderni di finanza n° 59 “Le scelte di portafoglio delle famiglie italiane e la diffusione del risparmio gestito”, in *www.consob.it/documenti/quaderni/qdf59.pdf*, ottobre 2006

GENTILE M., SICILIANO G., Consob, quaderni di finanza n° 64 “Le scelte di portafoglio degli investitori”, in *www.consob.it/documenti/quaderni/qdf64.pdf*, luglio 2009.

IL SOLE 24 ORE, “Direttiva Mifid e servizi di consulenza in materia di investimenti”, dal numero 07/2008 di "Diritto e Pratica delle Società", in *http://www.professionisti24.ilsole24ore.com/art/Professionisti24/Diritto/CERADI/DIRETTIVA%20MIFID.shtml*, 2008.

IMAd2, Consulenza FEE-ONLY in *http://www.consulenzafinanziariaindipendente.org/consulenza-fee-only.html*, 2016.

INDERST R., OTTAVIANI M., Misselling Through Agents, in «The American Economic Review», vol. 99, n. 3, pp. 883-908, 2009.

JOHNSON D.E. - MISLIN A.A., *Trust Game: A Meta Analysis*, in «Journal of Economic Psychology», n. 32, 2011.

KRAUSZ M., PAROUSH J., Financial Advising in the Presence of Conflict of Interests, in «Journal of Economics and Business», n. 54, pp. 55-71, 2002.

LINCIANO N., "Le distorsioni comportamentali e la consulenza finanziaria" in *http://www.lumsa.it/sites/default/files/pdf/Linciano_Consulenza_finanziaria_AGE_2012 .pdf*, 2012.

LUSARDI A. - MITCHELL O.S., "Financial Literacy and Planning: Implications for Retirement Wellbeing", 2006.

LUSARDI A. - MITCHELL O.S., Financial Literacy and Retirement Preparedness: Evidence and Implications for Financial Education Programs, CFS Working Paper, n. 2007/15, in *http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=957796*, 2007.

PRICE WATERHOUSE COOERS, "Gli impatti della Mifid II nell'asset management: una prospettiva", in *https://www.pwc.com/it/it/industries/asset-management/assets/docs/ mifid2.pdf*, 2014.

SABBATINI R., "Guida Mifid" (inserto de Il Sole 24 ore), novembre 2007.

SCOLARI M., "Il valore della consulenza finanziaria", in *http://www.ascosim.it/public/13_Ric.pdf, 2013*.

TEDESCHI F., TOGNA T., Comunicazione n. DI/99023323 del 26-3-1999, "Consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari", 1999.

APPENDICE

QUESTIONARIO NOTTE DELLA RICERCA 2015

Q1 Benvenuto e grazie per aver deciso di partecipare a questo questionario! Ti chiediamo di rispondere alle domande che seguono nel modo più sincero possibile. I dati raccolti saranno raccolti in maniera anonima e utilizzati esclusivamente a fini di ricerca scientifica. Se hai dei dubbi relativamente alle domande, non esistare a richiamare l'attenzione di uno dei nostri collaboratori, ti preghiamo però di non discutere le tue risposte con altri durante l'esperimento. Buon divertimento e ricorda di conservare il numero che ti è stato consegnato, ti servirà per partecipare all'estrazione di uno dei buoni Amazon da 20€ in palio ogni ora!

Q17 Per favore rispondi alle domande seguenti relativamente ad alcuni possibili scenari. Se hai bisogno di aiuto non esitare a chiederlo ai colleghi presenti.

Q19 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 ti troverai nel conto?

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

Q23 Supponi che il tasso di interesse sul tuo conto bancario sia pari a 1% e che il tasso di inflazione sia pari al 2%. Dopo un anno quanto potrai comprare con i soldi nel tuo conto supponendo di non aver mai prelevato nulla durante l'anno?

- ❍ Più di oggi (1)
- ❍ Esattamente quanto oggi (2)
- ❍ Meno di oggi (3)
- ❍ Non lo so (4)

Q25 Supponi che un tuo amico erediti oggi €10000, mentre un suo fratello ne erediti altrettanti (€10000) 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)

Q12 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 nel prezzo delle azioni (2)
- ❍ Il mercato finanziario serve per far incontrare gli individui che vogliono vendere e individui che vogliono comprare azioni (3)
- ❍ Nessuna delle precedenti (4)
- ❍ Non so (5)

Q13 Indica quale delle seguenti affermazioni è corretta.Se un individuo acquista delle azioni dell'azienda B sul mercato finanziario...

- ❍ possiede 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)

Q14 Indica quale delle seguenti affermazioni è corretta.Se un individuo acquista delle obbligazioni dell'azienda B sul mercato finanziario...

- ❍ possiede 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)

Q29 Ti chiediamo ora di partecipare ad un semplice gioco di investimento.

Il gioco consiste nel decidere quanti soldi affidare ad un altro giocatore sapendo che questo li userà in un investimento che renderà certamente tre volte quanto sarà investito. Ad esempio se deciderai di investire 100€, sicuramente il rendimento sarà pari a €300. Questo secondo giocatore potrà decidere di tenersi una parte di questo rendimento e di restituire a te il resto, tu però non hai modo di sapere come si comporterà prima di decidere quanto investire. Non riceverai alcuna informazione su questo secondo giocatore prima decidere quanto denaro investire con questo giocatore.

Q31 Immagina ora di avere € 1000 a tua disposizione e di volerli affidare a questo secondo giocatore. Ricorda che il denaro che gli affiderai triplicherà nel corso del periodo di investimento ma sarà lui a decidere quanto restituirti, alla fine del periodo di investimento. Per favore scrivi la cifra che desideri investire nello spazio qui sotto (senza ripetere il simbolo €).

Q3 Ti chiediamo ora di partecipare ad un semplice gioco di investimento. Il gioco consiste nel decidere quanti soldi affidare ad un ipotetico consulente finanziario sapendo che questo li userà in un investimento che renderà certamente tre volte quanto

sarà investito. Ad esempio se deciderai di investire 100€, sicuramente il rendimento sarà pari a €300.

Il consulente finanziario in questo gioco potrà decidere di tenersi una parte di questo rendimento e di restituire a te il resto, tu però non hai modo di sapere come si comporterà prima di decidere quanto investire. Il gioco è strutturato come segue: ti verranno presentati tre profili di consulente finanziario; dovrai decidere quanto trasferiresti a ciascun consulente; il computer determinerà quale sarà il tuo consulente e la scelta fatta al punto due per il consulente estratto diventerà automaticamente la tua scelta.

Q32 Immagina ora di avere 1000€ da investire. Leggi con attenzione i seguenti profili di consulenti, tenendo mente che dovrai stabilire quanto dei tuoi 1000€ investiresti con ciascuno.

Q33

Profilo Rossi

Il Dott. Andrea Rossi, ha 34 anni, si è laureato nel 2012 in Economia e Finanza alla Bocconi di Milano, e ha completato il suo percorso di formazione con un Master in Finanza alla City University of London. Da circa un anno lavora per un'importante rete di consulenza finanziaria italiana. Incontra i suoi clienti saltuariamente, ma con essi ha un costante rapporto di comunicazione basato su risposte rapide alle email, telefonate, messaggi e chat.

Profilo Vianello

Il Dott. Michele Vianello, ha 48 anni e una laurea in Economia all'Università di Bologna. Opera come consulente finanziario da 23 anni, durante i quali ha avuto l'occasione di cambiare spesso istituzione di appartenenza, lavorando anche per le principali reti italiane. Da qualche mese è inserito in una importante rete di consulenza finanziaria italiana. Incontra i suoi clienti con regolarità, e mantiene un rapporto di

corrispondenza via email per gli aggiornamenti periodici. E' sempre disponibile ad essere contattato via telefono per ogni eventualità.

Profilo Zennaro

Il Sig. Matteo Zennaro ha 56 anni e da circa 30 anni lavora nel settore bancario. Da oltre 20 anni consiglia i clienti dell'istituto bancario in cui è impiegato, uno dei più importanti istituti italiani, su come gestire i propri risparmi e investire il proprio denaro. Il sig. Zennaro incontra i propri clienti per lo più nel proprio ufficio presso la banca, ma è sempre disponibile ad andare incontro alle esigenze dei suoi clienti e ad organizzare incontri informativi e di aggiornamento sull'andamento degli investimenti con flessibilità di orario e luogo.

Q34

Ora devi decidere quanto investiresti con ciascuno, ricordando che:
tutti i consulenti vedranno triplicata la cifra che deciderai di investire con loro, prima di decidere quanto restituirti
il computer determinerà quale sarà il tuo vero consulente per il gioco
la cifra che hai indicato che investiresti con quel consulente diventerà la tua vera scelta nel gioco

Scegli una cifra da 0 a 1000€ per ciascuno dei tre profili descritti sopra. Nota bene che poichè solo una delle tue scelte diventerà realtà nel gioco, le cifre che indicherai non sono esclusive (non devono sommare a 1000€).

Q4 Ora devi decidere quanto investiresti con ciascuno, ricordando che: tutti i consulenti vedranno triplicata la cifra che deciderai di investire con loro, prima di decidere quanto restituirti il computer determinerà quale sarà il tuo vero consulente per il gioco la cifra che hai indicato che investiresti con quel consulente diventerà la tua vera scelta nel giocoche tutti i consulenti vedranno triplicata la cifra che investirai con

loro (rendimento triplo) prima di decidere quanto Scegli una cifra da 0 a 1000€ per ciascuno dei tre profili descritti sopra.

Nota bene che poichè solo una delle tue scelte diventerà realtà nel gioco, le cifre che indicherai non sono esclusive (non devono sommare a 1000€).

_____ Profilo Rossi (1)

_____ Profilo Vianello (2)

_____ Profilo Zennaro (3)

Q7 Indica il tuo genere

- ❍ Maschio (1)
- ❍ Femmina (2)

Q9 Indica la fascia d'età a cui appartieni

- ❍ Meno di 25 anni (1)
- ❍ 25 - 40 anni (2)
- ❍ 41 - 55 anni (3)
- ❍ 56 - 70 anni (4)
- ❍ Più di 70 anni (5)

Q11 Indica il titolo di studio che possiedi

- ❍ Licenza media o inferiore (1)
- ❍ Licenza superiore (2)
- ❍ Laurea (3)
- ❍ Master/Dottorato di ricerca (4)

Q13 Indica la tua professione

- ❍ Operaio (1)
- ❍ Impiegato in attività di ricerca scientifica (2)
- ❍ Libero professionista (3)
- ❍ Pensionato (4)
- ❍ Imprenditore/Dirigente (5)
- ❍ Impiegato/Dipendente (6)
- ❍ Casalinga/o (7)
- ❍ Studente (8)
- ❍ Altro (9)

Q15 Qual'è la tua fascia di reddito (considerando il compenso lordo)?

- ❍ Meno di 15,000€. (1)
- ❍ 15,000-30,000€. (2)
- ❍ 30,001- 40,000€. (3)
- ❍ 40,001 - 50,000€. (4)
- ❍ Più di 50,000€. (5)

Q16 Indica quanto sono importanti per te le seguenti caratteristiche in un consulente finanziario

- ❍ _____ titolo di studio posseduto (1)
- ❍ _____ numero di anni di esperienza (2)
- ❍ _____ flessibilità nel rapporto (incontri, comunicazioni in diversa forma ecc) (3)
- ❍ _____ Permanenza di lunga durata in una stessa rete/banca (4)