



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

Corso di Laurea magistrale  
(ordinamento ex D.M. 270/2004)  
in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

*La consulenza  
finanziaria e la fiducia  
degli investitori*

**Relatore**

Ch. Prof. Gloria Gardenal

**Laureando**

Giulia Maria Rosarno

Matricola 833346

**Anno Accademico**

**2014 / 2015**

*“A Rocco e Simonetta”*

## ***INDICE***

<b>INTRODUZIONE</b> .....	1
---------------------------	---

### **Capitolo 1: IL VALORE DELLA FIDUCIA NELLE SCIENZE SOCIALI ED ECONOMICHE**

1.1 La fiducia nelle scienze sociali .....	5
1.2 Gli elementi della fiducia.....	9
1.3 Fiducia, rischio e capitale sociale .....	11
1.4 La fiducia e il sistema giuridico.....	14
1.5 La fiducia e le scienze dell'uomo .....	15
1.6 La fiducia relazionale.....	16
1.7 La fiducia dopo la crisi economica.....	17

### **Capitolo 2: LA FIDUCIA NELLA CONSULENZA FINANZIARIA**

2.1 Finanza comportamentale e consulenza finanziaria .....	20
2.1.1 Il ruolo della consulenza finanziaria secondo la finanza comportamentale.....	26
2.2.2 La tolleranza al rischio .....	30
2.2 Il valore aggiunto della consulenza alla clientela privata.....	32
2.2.1 Axa Avenue: l'esperimento sociale .....	36
2.2.2 Charles Schwab: un servizio di consulenza.....	37
2.3 Come scegliere il consulente finanziario di fiducia.....	38

2.3.1	La qualità della consulenza.....	38
2.4	La sfiducia nella consulenza finanziaria: analisi e cause.....	40
2.4.1	Il fit for financial products.....	42

### **Capitolo 3: LA FIGURA DEL CONSULENTE FINANZIARIO**

3.1	Evoluzione legislativa della figura del promotore finanziario.....	44
3.1.1	Promotori finanziari e consulenti finanziari .....	46
3.2	Il consulente finanziario indipendente.....	47
3.2.1	Quadro normativo europeo .....	48
3.2.2	La direttiva Mifid e lo scenario italiano .....	55
3.2.3	L’impatto della direttiva Mifid sul sistema organizzativo degli intermediari.....	56
3.3	Il consulente fee-only .....	59
3.3.1	I vantaggi della consulenza finanziaria fee-only per il cliente.....	62
3.3.2	Le caratteristiche della professione di consulente finanziario fee-only.....	63
3.4	La fiducia e le tipologie di consulenza finanziaria .....	64

### **Capitolo 4: LA PARTECIPAZIONE AL MERCATO FINANZIARIO DELLE FAMIGLIE ITALIANE: L’APPROCCIO ALLA CONSULENZA**

4.1	Le famiglie italiane e il risparmio gestito .....	66
4.2	Le famiglie italiane e l’approccio alla consulenza.....	69

4.2.1 Le scelte di portafoglio delle famiglie e il servizio di consulenza in Italia .....	72
4.3 La partecipazione al mercato finanziario: educazione finanziaria e fiducia .....	75

**Capitolo 5: LA RELAZIONE TRA CARATTERISTICHE DEL CONSULENTE E FIDUCIA: UN'ANALISI EMPIRICA**

5.1 Descrizione generale dei dati e del campione.....	81
5.1.1 Il campione .....	81
5.2 L'alfabetizzazione finanziaria.....	85
5.3 Il gioco di investimento .....	86
5.3.1 I risultati.....	94
5.3.2 Fiducia: analisi e test delle ipotesi .....	97
5.3.3 Discussione dei risultati e conclusioni.....	99

<b>APPENDICE</b> .....	101
------------------------	-----

<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	107
---------------------------	-----

## ***INTRODUZIONE***

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.

La consulenza finanziaria ha come oggetto la pianificazione e il monitoraggio di obiettivi e di risorse finanziarie di ogni possibile soggetto economico il quale, non essendo in possesso di adeguate competenze e professionalità, si rivolge ad un professionista del settore: il consulente finanziario. Questa attività riguarda, quindi, le singole questioni economiche e finanziarie e valuta le scelte di finanziamento e di investimento e il relativo effetto sull'equilibrio finanziario generale del soggetto economico.

È possibile definire l'oggetto della consulenza finanziaria soffermandosi su tre punti fondamentali: il benessere finanziario presente e futuro del singolo individuo e della sua famiglia, l'equilibrio complessivo dell'azienda e valutazioni di convenienza nelle scelte di investimento e finanziamento e infine la commistione dei primi due ambiti.

Per quanto riguarda lo scopo del servizio di consulenza, si fa riferimento all'insieme di attività fornite dall'operatore finanziario per aiutare il cliente a percepire, capire e agire sugli eventi che si verificano nel suo ambiente ed è tramite il processo di consulenza stesso che il cliente definisce il piano di investimento più idoneo alle sue esigenze. Si tratta di una consulenza generativa, la cui premessa fondamentale è rappresentata dal fatto che il cliente possiede la responsabilità e l'affidamento delle sue capacità di identificare e risolvere i problemi posti in consulenza, incoraggiandolo a prendere una decisione operativa e consapevole sulle azioni da intraprendere.

L'attività di consulenza finanziaria è, in sintesi, una prestazione lavorativa offerta da una figura professionale la quale, avendo una accertata esperienza e pratica in materia, consiglia e assiste il proprio cliente nello svolgimento delle sue

attività, fornendo informazioni e pareri. Una volta che il cliente acquisisce questi elementi, il consulente ha il compito di aggiungervi quei fattori della sua competenza e conoscenza che possono promuovere sviluppi nel senso considerato.

In Italia, la consulenza finanziaria non strumentale alla vendita di prodotti e/o servizi è un'attività ancora in divenire. In altri paesi, la consulenza finanziaria ha radici più profonde e si sono sviluppate una serie di figure professionali con competenze ben delineate (Chief Financial Officer, Family Officer). Quando si parla di consulenza si distingue ormai da tempo il concetto di "analista" e il concetto di "pianificatore" finanziario: il lavoro dell'analista finanziario è quello di stimare i vari dati (bilanci delle aziende, andamento dei prezzi, etc.) applicando una serie di metodologie che hanno lo scopo di individuare le attività finanziarie con le migliori o peggiori prospettive. Il pianificatore finanziario invece, studia i bisogni e le caratteristiche degli investitori realizzando progetti di investimento ritagliati su di essi; il pianificatore si può paragonare ad un architetto che realizza il progetto di un edificio).

Il consulente finanziario, dunque, si associa molto alla figura del pianificatore finanziario e l'elemento che permette di analizzare al meglio il servizio di consulenza finanziaria è la fiducia. Il rapporto di consulenza non può prescindere da un trasferimento di fiducia da parte del cliente al consulente. Questo aspetto è caratterizzato e influenzato da numerosi fattori che riguardano sia le scienze sociali, sia le scienze economiche ed è uno degli elementi fondamentali che definiscono il concetto di consulenza: senza fiducia non si può instaurare un rapporto di consulenza. Come e perché ci possiamo fidare del nostro consulente finanziario?

Il tema della fiducia è molto dibattuto in letteratura ed è affrontato da molti punti di vista: sociale, relazionale, economico, finanziario, psicologico. In questa tesi, il tema viene affrontato analizzando la fiducia tra risparmiatore e consulente finanziario e lo strumento fondamentale per eseguire la ricerca è un questionario, il quale permette di testare a livello empirico quale siano gli elementi che

influenzano la fiducia da riporre nel consulente.

Nel primo capitolo di questa tesi si analizza il concetto di fiducia in finanza, in particolare dal punto di vista delle scienze sociali ed economiche ed evidenziando quali sono le varie determinanti e i differenti elementi della fiducia. Lo scopo di questa analisi iniziale è quello di capire come le scelte individuali in materie prettamente economiche e finanziarie siano influenzate da una componente umana e sociale e come la fiducia ricopra un ruolo fondamentale e di stimolo nello sviluppo dei rapporti personali.

La stesura del secondo capitolo riguarda l'analisi del servizio di consulenza finanziaria e sottolinea, in primo luogo, l'importanza della distinzione fondamentale tra promotore e consulente finanziario. Inoltre, viene svolta un'attenta analisi sul servizio di consulenza prima e dopo l'emanazione della direttiva Mifid, mettendo in luce i cambiamenti apportati dalla direttiva che hanno influenzato l'attività di consulenza sia a livello nazionale, che a livello europeo.

La commistione tra il primo e il secondo capitolo è rappresentata dal terzo capitolo: qui l'analisi della consulenza finanziaria viene eseguita unicamente dal punto di vista della fiducia, evidenziando quali sono i veri e propri driver della fiducia nella consulenza finanziaria e come quest'ultima si possa analizzare non solo dal punto di vista economico, ma anche da quello umano e interpersonale. La fiducia nei rapporti tra consulente e investitore è un fattore di notevole importanza, in quanto caratterizza le scelte delle famiglie in ambito economico-finanziario e permette di investire i propri risparmi in modo adeguato e soddisfacente. In questo senso, si evidenziano anche quali sono i fattori che provocano la fiducia e la sfiducia nel servizio di consulenza finanziaria e come fare per indirizzare l'investitore nel giusto percorso di gestione del proprio portafoglio di investimento.

A questo proposito, ci si chiede quanto le famiglie italiane quanto sono disposte ad esporsi al rischio e ad appoggiarsi al servizio di un consulente finanziario. La risposta a questo quesito è oggetto di approfondimento nel capitolo quattro, nel quale si riportano dei dati prodotti principalmente da Consob e Banca

d'Italia sul ruolo della consulenza nel nostro Paese, in modo da avere un quadro ben delineato della partecipazione al mercato finanziario delle famiglie negli ultimi dieci anni.

L'ultimo capitolo è di natura empirica ed ha come oggetto dei dati (questionari) tramite i quali è possibile svolgere un'analisi per capire se le caratteristiche del consulente finanziario influenzano il livello di fiducia degli investitori. In particolare, è stato distribuito il questionario tramite Facebook e sono state raccolte circa 98 risposte; l'analisi è risultata molto efficiente e ha evidenziato il livello di educazione finanziaria testato sul campione e anche, tramite dei giochi di investimento, quali sono i fattori e le caratteristiche che orientano un individuo nella scelta di un consulente finanziario.

Alla luce dei dati raccolti e dell'esperimento compiuto, il quinto capitolo evidenzia chiaramente che a caratteristiche diverse del consulente finanziario corrispondono livelli di fiducia diversi: infatti, è emerso che l'esperienza è un elemento fondamentale per la fiducia, rispetto al titolo di studio o alla flessibilità nel rapporto di lavoro. La ricerca, inoltre, esamina il tema della fiducia somministrando due diversi trattamenti (una parte dei questionari è caratterizzata dal gioco di investimento "info", l'altra parte dal gioco di investimento "non info"), in modo da evidenziare che conoscere le caratteristiche del consulente finanziario è essenziale per instaurare un solido rapporto fiduciario.

Questa indagine ha permesso di rilevare a livello pratico quali sono gli elementi che influenzano le scelte di ogni soggetto, in modo da analizzare a livello personale da cosa dipende e cosa scaturisce la fiducia reciproca tra più persone.

Nella letteratura economica e finanziaria è dimostrato come il tema della fiducia sia di particolare importanza nell'ambito degli investimenti finanziari, anche se, dal punto di vista normativo, rimane un tema di difficile declinazione. I risultati presentati in questa ricerca sostengono l'idea per la quale avere informazioni sul consulente abbia un effetto sul livello di fiducia dell'investitore.

# **CAPITOLO 1:**

## **IL VALORE DELLA FIDUCIA NELLA SCIENZE SOCIALI ED ECONOMICHE**

### **1.1 La fiducia nelle scienze sociali**

Il concetto di fiducia ha un ruolo primario nel pensiero politico e sociale occidentale. Nel XVII e XVIII secolo la fiducia viene considerata come un prerequisito essenziale dell'ordine politico e ha un'importanza rilevante anche per quanto riguarda la fondazione del contratto sociale; in questo senso, infatti, i padri fondatori della sociologia, che basano i loro studi nell'individuare l'elemento morale che caratterizza l'ordine sociale, fanno direttamente riferimento al concetto di fiducia.

Quando pensiamo alla parola "fiducia" è automatico collegarsi ai concetti di legittimità, consenso, cooperazione, solidarietà, i quali hanno caratteristiche e valenze soprattutto morali e umane; nonostante lo stretto legame tra queste dimensioni e la fiducia, è importante non confonderle con quest'ultima in quanto la fiducia viene considerata come una specifica categoria di analisi.

Nel secondo dopoguerra (in particolare negli anni Settanta e Ottanta) si è sviluppata e accentuata l'esigenza di analizzare il concetto di fiducia confrontando differenti approcci e definizioni in modo da superare il carattere sfuggente e allusivo che essa presenta e questa operazione, tutt'ora in pieno svolgimento, è il frutto di un insieme di conoscenze di senso comune della vita quotidiana.

L'analisi del concetto di fiducia risulta varia e piena di significati differenti che si possono considerare, ma è fondamentale individuare un aspetto comune su cui questa varietà di significati può crescere e differenziarsi; l'aspetto comune che rende al meglio l'idea di fiducia riguarda il legame di essa con un contesto di aspettative che hanno un valore positivo per un singolo individuo ma che sono anche caratterizzate da condizioni di incertezza.

Per quanto riguarda le condizioni di incertezza è opportuno sottolineare che esse caratterizzano qualsiasi tipo di destinatario di tali aspettative, sia quello costituito da una organizzazione naturale e sociale o da singole istituzioni collettive (fiducia sistemica o impersonale), sia da destinatari costituiti da attori individuali (fiducia personale o interpersonale) le condizioni di incertezza sono sempre le stesse e sono sempre presenti.

Per quanto riguarda le aspettative, invece, abbiamo diverse interpretazioni sul concetto di aspettativa fiduciaria; i differenti approcci riguardano da una parte il processo comunicativo (ossia le modalità di comunicazione e della trasmissione di dati e informazioni) che caratterizza gli attributi del destinatario della fiducia, dall'altra riguardano la natura e l'estensione di questi attributi. I requisiti della comunicazione e della trasmissione di informazioni, inoltre, devono fondarsi sul concetto di trasparenza, correttezza, non distorsione e non manipolazione, aspetti importanti e scontati per l'analisi del concetto di fiducia.

Lo studio del legame tra le aspettative di un soggetto e il concetto di fiducia comporta la distinzione tra fiducia personale e fiducia impersonale; la fiducia impersonale (o sistemica) è caratterizzata da contenuti qualificati come aspettative di stabilità di un determinato ordine sociale e naturale, aspettative di riconferma del funzionamento dell'ordinamento e delle regole a esso annesse e quindi, in generale, aspettative di regolarità. Questa accezione di fiducia è inevitabilmente relazionata agli elementi basilari e morali della vita sociale e dei suoi valori (come la solidarietà, i rapporti di cooperazione e di complicità, etc) e questo aspetto definisce la fiducia impersonale come un'aspettativa generalizzata di persistenza e di stabilità del mondo con lui l'attore o individuo si trova a interagire quotidianamente.

Per quanto riguarda la fiducia personale o interpersonale, l'aspettativa generale rispetto ai caratteri di trasparenza e non manipolazione o distorsione (aspetti tipici della fiducia sistemica) è meno rilevante in quanto il legame sistema sociale e individui è più sfumato; questo perché gli individui focalizzano la loro attenzione e il loro interesse nell'analisi delle strategie adottate in un contesto di

incertezza dovuto alla contingenza dell'interazione sociale. La fiducia personale quindi, si può definire come un'aspettativa che un singolo individuo non manipolerà la comunicazione e fornirà una rappresentazione veritiera del proprio comportamento di ruolo e della propria identità.

In linea generale, dunque, si tende a distinguere la dimensione della fiducia interpersonale e sistemica per rilevarne le rispettive differenze a livello macro in modo da specificare il loro diverso livello di forma.

In conclusione, gli attributi generali dell'aspettativa fiduciaria si possono riassumere in questo elenco: l'abilità, il comportamento tecnicamente competente, il coraggio, l'intelligenza, la credibilità, la sensibilità, la discrezione, la coerenza, l'autorevolezza, la generosità, l'importanza di determinati valori e principi morali, l'adesione, l'onestà.

Affrontare il problema della fiducia significa considerare che la fiducia in sé si colloca in una zona intermedia tra la completa conoscenza e la completa ignoranza o incertezza. L'aspettativa fiduciaria interviene per alleviare l'aspetto più critico del concetto di fiducia: l'incertezza. La maniera più corretta per affrontare le problematiche legate all'incertezza non è quella di fornire le informazioni mancanti, bensì quella di sostituirle con una forma di certezza e quindi con informazioni certe che rassicurano gli individui rispetto a eventi incerti e esperienze contingenti. Il livello di 'certezza' che viene sostituito varia a seconda del grado di fiducia concesso e l'aspettativa fiduciaria comporta una presa di posizione paragonabile ad una vera e propria scommessa: in caso di delusione può incorrere in conseguenze anche gravi e non previste, ecco perché quando si parla di fiducia si parla anche inevitabilmente di rischio. Il livello di rischio dell'aspettativa fiduciaria dipende dall'entità degli eventi e dalla probabilità che la fiducia mal riposta comporti dei danni oggettivi.

Il tema dell'incertezza che caratterizza il concetto di fiducia si può spiegare tenendo conto di quali siano di fattori che influenzano l'incertezza in sé; questi ultimi sono in relazione con la comunicazione, che può non essere trasparente o può essere manipolata e distorta, la capacità di raccogliere informazioni e di

saperle analizzare, la presenza di strutture normative solide, la possibilità di manipolazione del sistema normativo. Il ruolo della fiducia quindi si deve inquadrare in uno scenario in cui l'ambiguità e manipolabilità dei sistemi normativi diventa fondamentale nell'analisi della generazione di aspettative fiduciarie e sociali.

L'attivazione della fiducia costituisce un problema rilevante e complesso che è influenzato da due tipologie di variabili fondamentali: quelle legate alla sfera sociale e quelle legate alla sfera personale; analizzare la fiducia quindi significa analizzare la teoria della società.

Dal punto di vista della personalità di ogni individuo, la fiducia è strettamente legata all'aspetto culturale di ogni società, al rapporto familiare degli individui, al rapporto di cooperazione e comunicazione esistente tra loro; dal punto di vista sociale, la sfera fiduciaria è relazionata al sistema normativo volto ad assicurare ogni singolo soggetto contro i rischi legati al conferimento della fiducia stessa. L'esistenza di norme o sanzioni indirizzate alla cooperazione e all'assicurazione contro i rischi è dovuta a variabili socio-culturali che dipendono dal contesto sociale e da esigenze di tipo economico. È difficile però definire un legame solido tra la fiducia e la regolamentazione: un'eccessiva regolamentazione può essere indice di scarsa fiducia, la quale non si presta quindi ad essere sottoposta ad una rigida e universale regolamentazione. Per questo motivo è opportuno sottolineare che l'atto fiduciario in sé è riconducibile anche ad aspetti individuali e personali che caratterizzano ogni soggetto.

In questo senso, per fattori individuali si intende l'autonomia decisionale degli individui: possono esserci persone che sono più propense a conferire fiducia rispetto ad altre. Recenti studi hanno affermato che le persone che sono più propense a conferire fiducia hanno anche più fiducia in loro stesse, quindi la fiducia in se stessi aiuta la fiducia verso gli altri e, più in generale, la fiducia di base.

L'atto fiduciario si può definire come una relazione tra due soggetti, colui che dà fiducia e colui che riceve fiducia, e attiva un meccanismo di riduzione

dell'incertezza favorendo i processi decisionali degli individui e gli scambi sociali. Possiamo affermare dunque, che la fiducia svolge una funzione di incentivazione alla socializzazione e alla generazione di relazioni sociali ed è per questo che è portatrice di un profondo significato morale.

## **1.2 Gli elementi della fiducia**

Il concetto di fiducia è fondamentale in quanto contribuisce sia a migliorare i rapporti e le relazioni sociali sia a creare una sorta di stabilità nell'individuo. Sono molti però gli approcci teorici legati al concetto di fiducia e non su tutti troviamo accordo per la spiegazione di quali siano gli elementi basilari della fiducia.

Per coloro che seguono una impostazione cognitivista la fiducia è radicata nell'interesse del fidato e avrà luogo solo se l'interesse che spinge il fidato ad agire secondo le aspettative sarà tanto forte da spingerci ad accettare il rischio di un possibile insuccesso (Coleman, 1990). Fidarsi di un'altra persona quindi, significa fare un calcolo razionale su ciò che il fidante attua nei confronti della situazione e delle variabili in gioco; questa linea di pensiero si basa di più sull'affidabilità (trustworthiness) del fidato (trustee) rispetto alla fiducia (trust) del fidante (truster).

Molti studi di psicologia sociale individuano nella scelta cooperativa razionale il punto fondamentale della questione: la cooperazione richiede fiducia e sono importanti le intenzioni e le scelte del partner con cui si decide di cooperare; altri studi invece definiscono la fiducia come l'unica via attraverso la quale le persone possono vedere realizzato il loro 'desiderio di essere riconosciuti e riconfermati' (Morgan, 1973). Ciò significa che per far sì che gli altri possano conoscerci dobbiamo dar loro la possibilità di interagire con noi e quindi dobbiamo riporre fiducia nel nostro interlocutore, pensando che egli non ne approfitterà. Infine, sono molto diffusi anche i pensieri funzionalisti (Barber, Luhmann, 1988) che considerano la fiducia come un'aspettativa sull'esatto compimento dell'azione dell'altro sulla base di determinate regole di

comportamento. Secondo questa linea di pensiero funzionale la fiducia passa dall'ambito strettamente legato all'individuo a quello legato alle regole sociali e ai valori morali.

Nonostante questi differenti approcci riguardanti il concetto di fiducia, si possono individuare diversi elementi che stanno alla base del meccanismo con cui questa si instaura e che sono condivisi da tutti; si tratta di fattori che riguardano la fiducia interpersonale, lasciando da parte gli aspetti legati alla fiducia sistemica o istituzionale. Gli elementi fondamentali sono i seguenti:

- *La **fiducia** è strettamente legata all'incertezza.* Non si avrebbe necessità di fiducia se non ci fosse una situazione di incertezza e di mancanza di informazioni nei riguardi dell'interlocutore di cui ci dobbiamo fidare. La mancanza di informazione è a sua volta collegata al concetto di spazio e per questo la fiducia rimanda a dimensioni temporali e spaziali.

- *La **fiducia** è implicitamente connessa al concetto di dipendenza.* Quando instauriamo un meccanismo di fiducia con un'altra persona, questa ha la libertà di controllare le nostre azioni e di valutare in modo positivo o negativo il nostro atto di fiducia.

- *La **fiducia** crea responsabilità.* Quando conferiamo fiducia nei confronti di un'altra persona automaticamente dipendiamo essa, ma colui che riceve fiducia si assume una responsabilità rilevante nei nostri confronti.

- *La **fiducia** permette di compiere azioni che altrimenti sarebbero impossibili.* La fiducia comporta il fatto che almeno uno dei due interlocutori deve rischiare di agire per primo per rendere attuale ciò che altrimenti sarebbe potenziale.

- *La **fiducia** implica una decisione.* Anche se dipendiamo da colui che riceve la nostra fiducia siamo sempre liberi di prendere qualsiasi decisione e di non rischiare; non esiste coercizione nell'atto di fidarsi.

- *La **fiducia** non abolisce la precarietà, ma la trasforma.* La fiducia

non rende sicuri che il risultato delle azioni compiute sia realizzato; l'esito quindi non è assicurato e si è precari fino alla sua realizzazione.

• *La fiducia è un tratto selettivo del comportamento.* La fiducia richiede reciprocità ai due interlocutori e quindi seleziona i comportamenti delle persone.

Dall'analisi di questi elementi si capisce facilmente che la fiducia si presenta come un concetto molto complesso e che ha una rilevanza fondamentale nella vita di tutti i giorni. Essa governa tutte le relazioni sociali in cui è presente un minimo di incertezza sull'esito delle azioni e sull'affidabilità delle persone.

### **1.3 Fiducia, rischio e capitale sociale**

Si è detto che la fiducia è un elemento fondamentale nella vita di tutti noi e la nostra esistenza dipende sempre dal costante soddisfacimento di bisogni materiali e sociali; questo aspetto però non viene affrontato con la solitudine ma è alleviato dal fatto che ogni giorno della nostra vita è condiviso con altri individui. Se ci pensiamo ogni persona si affida alla collaborazione con altri durante il lavoro, nelle associazioni volontarie, nel tempo libero ecc.

La fiducia sta alla base di ogni nostro atto quotidiano. Essa riduce l'incertezza sulla conoscenza dei fatti e delle persone, infatti è l'esatto contrario del concetto di sospetto e diffidenza. Senza la fiducia è difficile dar seguito sia alle nostre azioni sia a quelle degli altri e per questo è fondamentale avere fiducia in noi stessi per poter confidare nella realizzazione dei nostri progetti.

Il concetto di capitale sociale sta alla base dei dibattiti sociologici che riguardano lo sviluppo economico e il mutamento sociale ed è strettamente legato al tema della fiducia; quest'ultima, infatti, si può definire come un valore sociale capace di favorire la collaborazione e la partecipazione tra gli individui, elementi che a loro volta stanno alla base della definizione di capitale sociale.

Il significato più comune di capitale sociale è quello di risorsa collettiva e di patrimonio di relazioni sociali, utili per soddisfare gli scopi di ogni individuo.

Gli studiosi che si sono soffermati sull'analisi di questo concetto sono arrivati alla conclusione di considerare il capitale sociale come una variabile indipendente utilizzata per spiegare una serie di successi e insuccessi economici, rendendolo un elemento fondamentale del mutamento sociale.

La spiegazione più esaustiva del concetto di capitale sociale deriva dallo studioso Coleman (1990), il quale afferma che 'il capitale sociale costituisce un particolare tipo di risorsa disponibile per l'attore' e che l'idea di capitale sociale è strettamente collegata al concetto di collettività in quanto determinate strutture social condizionano ad agire in modo volontario per il bene collettivo. Il capitale sociale è radicato nelle relazioni umane e sociali degli individui e per questo non è una risorsa tangibile, è invisibile e può essere utilizzato sia per aumentare gli scambi e la produttività, sia per favorire la creazione di iniziative imprenditoriali e di transazioni economiche.

Il capitale sociale dunque è un elemento della struttura sociale che caratterizza le relazioni sociali e non una proprietà particolare degli individui. Una delle caratteristiche fondamentali del capitale sociale è la sua qualità 'economica', la quale non è oggetto di tutte le relazioni in modo equivalente: alcune strutture sociali possono essere più o meno capaci nella formazione del capitale sociale e queste ultime sono individuate da Coleman come *strutture sociali chiuse*. Una struttura sociale chiusa è conosciuta da tutti gli individui che la compongono e ha contorni ben definiti e circoscritti; le strutture sociali aperte non potrebbero favorire la formazione del capitale sociale in quanto l'ambiente non garantisce la generalizzazione dei rapporti fiduciosi e favorisce invece comportamenti non cooperativi e non sanzionabili. In queste situazioni quindi è necessario un intervento esterno che imponga delle regole e delle norme in modo da controllare e monitorare il comportamento degli individui circoscrivendo così la struttura della società.

Un altro aspetto del capitale sociale si ritrova nel concetto di cooperazione: la cooperazione è possibile quando è presente un legame sociale tra gli individui ed è un'azione incerta e rischiosa. Le persone decidono di cooperare tra loro e di

compiere determinate azioni sulla base dei loro bisogni, dei vantaggi, degli eventuali costi e solo dopo un'attenta valutazione al riguardo decidono se compiere determinate azioni e quindi se cooperare tra loro. L'individuo è razionale e decide di perseguire la strada della cooperazione se la considera attraente e possibile in base alla massimizzazione dei propri interessi. In questo scenario il rischio si può definire come il prodotto di una condizione oggettiva derivante dalla possibilità di subire una perdita quando si sceglie di cooperare; ma esso dipende anche dalla percezione del pericolo e dell'incertezza e quindi è un elemento composto da aspetti oggettivi e soggettivi, questi ultimi caratterizzati dall'imprevedibilità degli effetti delle azioni.

Tornando al concetto base di capitale sociale, è importante definire un altro aspetto che lo caratterizza e che ricopre fondamentale importanza: la crescita economica e l'efficienza politica di una data comunità non dipendono solo dal capitale fisico ed umano, ma anche da strutture che riguardano le relazioni sociali che definiscono il sistema economico; la fiducia, le caratteristiche informative e le reti razionali sono elementi che rappresentano i costituenti fondamentali del concetto di capitale sociale.

Le norme e le istituzioni che plasmano le relazioni sociali e che influenzano le performance economiche di una società sono gli aspetti base della teoria del capitale sociale e la fiducia gioca un ruolo rilevante poiché è connessa all'analisi sia di comportamenti opportunistici, che cooperativi.

In conclusione, la definizione più recente e esplicativa della connessione tra fiducia e capitale sociale è espressa da Mutti (1998): *“Per capitale sociale si intende una struttura di relazioni tra persone, relativamente durevole nel tempo, atta a favorire la cooperazione e perciò a produrre, come altre forme di capitale, valori materiali e simbolici. Questa struttura di relazioni consta di reti fiduciarie formali e informali che stimolano la reciprocità e la cooperazione.”*

La funzione di questa rete di relazioni personali è quella di far circolare informazioni sulle qualità morali dei soggetti, i quali son capaci di riporre fiducia interpersonale e di ridurre i rischi di opportunismo nelle transazioni economiche.

In questo senso, la fiducia interpersonale può facilitare la circolazione di conoscenze e informazioni non codificate che possono essere legate alla produzione di beni o servizi e all'intrapresa di progetti rischiosi.

Dunque, attraverso questo insieme di relazioni sociali, si rendono disponibili risorse cognitive e risorse normative (fiducia), le quali permettono alle persone di realizzare obiettivi che non sarebbero altrimenti raggiungibili e, se lo fossero, avrebbero costi molto alti o altri ostacoli di questo genere.

#### **1.4 La fiducia e il sistema giuridico**

L'analisi che qui si vuole approfondire riguarda la fiducia intesa come situazione di rapporto tra privati e i criteri di valutazione della stessa da parte dell'ordinamento giuridico e dello Stato.

Ogni soggetto tende a perseguire i propri interessi tramite un'intesa tipicamente privata, la quale viene definita tale anche se non ha un riscontro vero e proprio nelle norme emanate dallo Stato. L'efficacia del negozio fiduciario ha dunque un'entità di carattere metagiuridico, nel senso che non ha una natura legale.

La forza dell'accordo fiduciario si rileva anche se non è espressamente definita dal sistema giuridico e sta nell'accordo di cui è espressione e nel suo essere realtà tipica dell'ordinamento dei privati.

Come si può definire la natura della fiducia? Dal punto di vista giuridico, il rapporto fiduciario viene definito come espressione di una sola identità negoziale oppure come espressione di una doppia identità negoziale. Ma analizzando il tema della fiducia dal punto di vista "umano", essa consiste in un solo negozio giuridico che è il fondamento sul quale si basa l'ordinamento dei privati.

Tuttavia, dovendo il negozio giuridico attuarsi come realtà dell'ordinamento dello Stato, si può definire il rapporto fiduciario come aspetto di relazione tra ordinamento dei privati e ordinamento dello Stato.

Per definire la fiducia dal punto di vista giuridico non basta intenderla nel

suo senso generico: bisogna soffermarsi sugli effetti giuridici che nascono dal patto fiduciario, i quali a loro volta dipendono dalla natura e dalla causa del rapporto fiduciario. Supponendo che la causa sia la gestione finanziaria dei risparmi di un individuo, questa si basa sul potere che si dà al proprietario gestore per esercitare l'attività di gestione e la negoziazione dei beni finanziari sono l'oggetto dell'affidamento fiduciario.

In questo caso, quindi, abbiamo un negozio fiduciario che si basa su una situazione giuridica di conferimento della proprietà di beni e sul potere di poter disporre di essi; questo aspetto ci permette di affermare che nel nostro ordinamento giuridico è presente il concetto di proprietà fiduciaria ed è fondamentale per poter definire un legame tra la giurisprudenza e la fiducia e, conseguentemente, una definizione legale del rapporto fiduciario stesso. La proprietà fiduciaria può essere utilizzata per la realizzazione di fini che sono quelli dei negozi fiduciari (un esempio di negozio fiduciario può essere il semplice trasferimento di un bene o l'intestazione di un bene ad un amico).

### **1.5 La fiducia e le scienze dell'uomo**

L'importanza della fiducia è stata riscoperta anche dagli economisti per quanto riguarda il funzionamento dei sistemi economici in cui i comportamenti fiduciari sono fondamentali per le scelte individuali di ogni soggetto economico. Lo studio dei comportamenti fiduciari ci riporta ad analizzare l'approccio economico relativamente al comportamento umano, il quale si basa sull'affermazione di Francis Y. Edgeworth riguardante il primo principio fondamentale dell'economia: "Ogni agente è mosso esclusivamente dal suo interesse personale". Questa frase sta ad indicare che l'uomo cerca di massimizzare la propria utilità in modo egoistico e razionale e questo è anche il principio base che caratterizza l'*homo oeconomicus*. Il modello economico standard è costruito su questo principio antropologico e studia le ragioni che stanno dietro a comportamenti dell'uomo osservati nel mercato, in famiglia, in politica e sulla base di questo modello sono

state proposte teorie per dar conto dei fenomeni fiduciari.

A causa dell'apparente semplicità che suscita il concetto di fiducia, nel corso della storia non è stato un argomento di forte interesse e di sforzo intellettuale; dal punto di vista storico e filosofico, dopo Kant la questione della fiducia passa inosservata nella maggioranza degli studi filosofici e culturali sull'ordine sociale e sulle origini della società. L'interesse rinnovato riguardo questo tema quindi è molto recente e un punto di partenza fondamentale è costituito dal lavoro della studiosa Baier (1976-1985), la quale scrisse un saggio intitolato "*Trust and Antitrust*" che discute la distinzione tra concetto di fiducia e concetto di affidamento.

L'affidamento è una forma di dipendenza dalle abitudini o dalle motivazioni degli altri che possono anche andare a nostro beneficio; la fiducia invece implica qualcosa di più esigente: la buona volontà dell'altro nei nostri confronti, quindi una propensione benevola che impedisce che qualsiasi azione possa arrecarci danno. La fiducia è un elemento irrinunciabile nella vita di tutte le persone poiché le cose a cui generalmente si attribuisce un valore non possono essere gestite individualmente: la salute, la famiglia, i figli, il lavoro, una conversazione piacevole, etc.

## **1.6 La fiducia relazionale**

La componente relazionale e, in modo particolare, i rapporti fiduciari basati su reciprocità, hanno un'importanza rilevante in ambito economico.

La reciprocità ha un ruolo fondamentale soprattutto per quanto riguarda il concetto di aspettativa di reciprocità e fiducia e aspettativa di affidabilità. Nel primo caso si parla di fiducia, quindi di rapporto tra due soggetti in cui il primo si fida del secondo e quest'ultimo si comporta in modo affidabile; la fiducia qui riveste un ruolo importante poiché provoca la rinuncia a comportamenti opportunistici al fine di ottenere un possibile guadagno per entrambe le parti. In questo senso potremmo dire che l'affidabilità è una forma di reciprocità ed è

quindi legata ad un'ipotesi di guadagno; ma è sempre così? La risposta si chiama “**rispondenza fiduciaria**”. Ciò che determina l'esito di un accordo o di una relazione fiduciaria è la natura della relazione stessa.

La rispondenza fiduciaria spiega come le decisioni dei soggetti (soprattutto in ambito economico e finanziario) sono influenzate dall'intensità del rapporto fiduciario. La fiducia provoca l'esito positivo delle relazioni tra individui quando le aspettative di affidabilità sono soddisfatte completamente: “tu sei affidabile perché io mi sono fidato”.

Una qualità importante della fiducia è la “*responsività*” (*responsiveness*), la quale si evidenzia nella relazione fiduciaria di due soggetti e nelle azioni e interazioni in cui sono coinvolti. La responsività è strettamente legata all'affidabilità, nel senso che una scelta viene considerata fiduciosa quando un soggetto ha un'aspettativa di affidabilità nei confronti del fiduciario e tale aspettativa ha alla base un presupposto psicologico, un beneficio per il fiduciario, il quale può usufruirne qualora si comporti veramente in modo affidabile.

La logica della rispondenza fiduciaria è quindi legata a questo gioco di aspettative e si basa sulla semplice osservazione di un'azione che riguarda e mette in luce aspettative fiduciarie del fiduciante.

## **1.7 La fiducia dopo la crisi economica**

Sette anni dopo l'inizio dell'ultima crisi economica, il pessimismo generalizzato dei paesi più industrializzati continua a permanere nella popolazione e, a guidare la classifica dei paesi meno ottimisti, in testa a tutti, vi sono Francia, Spagna e Italia.

In Italia si affronta oggi una delle più acute crisi della sua storia, che ha un evidente carattere economico e finanziario ma non si esaurisce soltanto ai problemi di indebitamento pubblico, di disavanzo delle banche o di indici di disoccupazione: la crisi riveste un carattere politico nel senso più profondo del termine, in quanto investe la capacità di immaginazione e costituzione di un

governo basato su comuni valori e su una comune visione del futuro. Si parla quindi di una crisi di fiducia nel futuro, poiché intacca aspetti culturali del nostro agire quotidiano e provoca sentimenti di incertezza, di insicurezza e di frustrazione.

La paura nel futuro si riversa in ogni atto della vita quotidiana: sfiducia nella politica, sfiducia nelle istituzioni, sfiducia nel sistema economico, nella globalizzazione ma anche sfiducia nelle altre persone; questo aspetto è di fondamentale importanza poiché la fiducia è un elemento cruciale per il benessere della collettività ed è un fattore decisivo per la possibilità di crescita, sia dal punto di vista sociale che da quello economico.

La fiducia è la chiave per la coesione sociale e per aumentare le capacità di sviluppo produttivo e commerciale, in modo da migliorare l'efficacia dell'amministrazione e della vita stessa delle persone.

Il legame della fiducia con la crisi economica si riversa anche nella consulenza finanziaria, in quanto gli investitori si trovano ad operare in questo clima di incertezza e insicurezza, e trovano sempre più difficile riporre fiducia in un consulente. Il sentimento di sfiducia nei confronti degli intermediari finanziari trae quindi la sua origine dalle rilevanti perdite subite durante la crisi finanziaria, ma anche dalla sensazione di insicurezza che emerge dalla figura del consulente finanziario (questo aspetto verrà meglio approfondito nel secondo capitolo).

Il tema della fiducia è strettamente collegato con la crisi economica e finanziaria che in questi anni stiamo vivendo: molti studiosi affermano che uno dei motivi fondamentali che ha provocato un netto crollo della fiducia in ambito finanziario è stato proprio il diffondersi della crisi economico-finanziaria.

La filosofa Annette Baier (1986) afferma che: “ *la fiducia è come un'atmosfera, è come l'aria che respiriamo; ci rendiamo conto di essa quando scarseggia oppure quando è inquinata*”.

La crisi fiduciaria ha comportato uno sviluppo del *greed market* (il mercato dell'avidità) e anche una visione dell'economia basata solo sulla stipulazione di un contratto; questo tipo di contesto economico si fonda su una visione

antropologica particolarmente negativa, in cui un individuo è visto come un pericolo o una minaccia e non un possibile partner o una risorsa.

Questo tipo di scenario economico, accompagnato dal diffondersi della crisi finanziaria, ha compromesso le relazioni personali all'interno delle organizzazioni sociali e ha comportato lo sviluppo di una scarsa fiducia tra gli individui.

Analizzando la situazione dal principio, possiamo considerare un'impresa o un'organizzazione, come un insieme di persone, una comunità, che si fonda sui legami e sulle relazioni personali. La visione prettamente economica di un'organizzazione di persone è molto diversa: l'aspetto relazionale degli individui viene spesso trascurato e questi ultimi si considerano come soggetti uniti solamente da un insieme di interessi individuali, concentrati solo a mantenere il *nexus of contracts* (il legame dei contratti).

Questo tipo di visione è senza dubbio distorta e non tiene conto delle relazioni fiduciarie che stanno alla base della vita delle imprese e delle organizzazioni; in questo senso, lo studioso Robert Gibbons (1998) sottolinea: *“una semplice spiegazione di questo fenomeno riguarda la possibilità che i modelli economici che ignorano la psicologia sociale sono descrizioni incomplete delle attività delle organizzazioni; le gestioni basate esclusivamente sui modelli economici possono smorzare (o addirittura distruggere) realtà non economiche, motivazioni sociali o relazioni interpersonali”*. Una scarsa fiducia può portare, dunque, alla mancata comprensione di importanti fenomeni sociali e può compromettere i comportamenti stessi degli individui.

L'analisi fin qui riportata ha fornito una visione a tutto tondo del concetto di fiducia e dell'influenza che può avere nelle relazioni interpersonali di ogni individuo. Ora è opportuno soffermarsi su un determinato ambito in cui i rapporti fiduciarci rivestono un ruolo fondamentale e da non sottovalutare: l'ambito economico-finanziario. In particolare, la fiducia si può considerare protagonista principale delle più importanti attività finanziarie e di investimento che coinvolgono la quotidianità di ognuno di noi.

## **CAPITOLO 2:**

### **LA FIDUCIA NELLA CONSULENZA FINANZIARIA**

#### **2.1 Finanza comportamentale e consulenza finanziaria**

L'attività di consulenza in materia di investimenti si può qualificare come un'attività prescrittiva, nel senso che fornisce pratici consigli al fine di proporre decisioni con l'obiettivo di investimento, il quale si focalizza sul miglioramento del benessere e della ricchezza di ogni investitore.

La finanza comportamentale analizza il carattere prescrittivo della consulenza finanziaria, poiché evidenzia il comportamento degli investitori e dimostra che, quest'ultimo, diverge dall'obiettivo fondamentale di massimizzazione di benessere e ricchezza. Inoltre, la finanza comportamentale, fornisce i mezzi per mettere in atto concretamente il carattere prescrittivo della consulenza finanziaria.

L'idea più diffusa oggi sul servizio di consulenza, considera l'intervento del consulente come un modo per ottenere rendimenti maggiori rispetto a chi agisce in maniera passiva nel mercato (sottoscrivendo cioè strumenti finanziari che imitano o rispecchiano l'andamento del mercato). Nella maggior parte dei casi i consulenti sono scelti in modo casuale, poiché gli investitori non hanno le giuste informazioni e conoscenze per scegliere il proprio consulente in modo professionale. Sulla base di quest'ultimo concetto è, quindi, poco sicuro che l'attività di consulenza permetta di ottenere sempre extra-rendimenti.

Molti consulenti finanziari sono consapevoli della difficoltà di battere il mercato ma, sapendo che la loro clientela considera di fondamentale importanza questa capacità, scelgono di assecondare le volontà dei risparmiatori.

La visione della consulenza finanziaria sopra descritta ha differenti spiegazioni. Prima di tutto bisogna considerare che l'economia è sempre stata fondata sulla manifattura e gli individui tendono ad attribuire un valore maggiore

ad un bene reale o ad un servizio materiale, piuttosto che ad un servizio che non utilizza beni. Per questo motivo gli investitori sono poco convinti del perché bisogna pagare la consulenza.

In secondo luogo, un elemento fondamentale che caratterizza la visione della consulenza oggi è l'ottimismo: gli investitori sono propensi a credere che le loro scelte d'investimento, consigliate da un consulente, permettono di ottenere un rendimento maggiore alla media.

La teoria del prospetto fonda i propri principi sull'analisi dei meccanismi psicologici che stanno alla base di questo concetto di consulenza. In particolare, se la consulenza viene associata ad un guadagno o ad un extra rendimento, il suo costo è considerato meno pesante dal punto di vista psicologico. Il problema è che ottenere sempre extra rendimenti certamente positivi non è facile per i consulenti.

Analizzare la consulenza sotto questo profilo non è proficuo, in quanto le argomentazioni dovrebbero essere spiegate da un punto di vista positivo: la consulenza finanziaria aiuta la clientela ad effettuare scelte di investimento in accordo alle loro esigenze e ai loro bisogni. Questi ultimi sono difficili da definire e spesso sono anche riferiti ad un futuro non prossimo; il compito del servizio di consulenza quindi è dimostrare la validità e la semplicità ex ante di una linea di investimento piuttosto che di un'altra.

I consulenti finanziari devono essere convincenti con i loro investitori e devono proporre argomenti validi sulla gestione delle performance di portafoglio. Queste ultime, infatti, si basano sull'analisi congiunta di tre elementi: la *politica di investimento*, la *security selection* e il *market timing*, i quali sono strumenti di gestione attiva di portafoglio. In particolare, il market timing è un metodo per gestire il portafoglio in base alle tendenze del mercato, mentre la security selection consiste nella selezione di titoli per i quali il gestore del portafoglio formula delle previsioni riguardo delle variabili rilevanti per la formazione del prezzo, differenti da quelle scontate di mercato.

Un altro aspetto fondamentale che caratterizza i consulenti al fine di essere convincenti, si basa sulla conoscenza dei risparmiatori e del loro profilo di

investimento: il modo più comune per approfondire questo aspetto è quello di somministrare dei questionari agli investitori, in modo da capire quale sia la loro situazione socio-economica, i loro obiettivi di investimento e la loro propensione al rischio.

Sono stati eseguiti diversi studi e, in particolare, uno studio su un campione di investitori israeliani evidenzia che i portafogli gestiti da consulenti finanziari sono diversificati in modo migliore rispetto ai portafogli gestiti indipendentemente (Shapira e Venezia, 2011). Altri studi però, come quello eseguito su un campione di investitori tedeschi, mettono in luce che le performance di portafogli assistiti dalla consulenza sono peggiori di quelle di portafogli gestiti autonomamente e che i soggetti che richiedono un servizio di consulenza sono per lo più benestanti e anziani (Hackethall et al. 2009).

L'interesse primario del consulente finanziario è quello di correggere gli errori comportamentali della clientela, evitando un disallineamento delle aspettative e degli obiettivi dei risparmiatori e pianificando una strategia di investimento corretta (in linea con le normative e con le esigenze dei clienti). Può capitare che i consulenti finanziari stessi commettano errori comportamentali: molto spesso capita che vengano distratti da effetti di inquadramento e dall'emanazione di regole decisionali. L'inquadramento, o *framing effect*, si riferisce alla sensibilità dell'apparato percettivo e alle modalità di presentazione delle opzioni di scelta: esso implica che possono registrarsi scelte diverse a seconda della presentazione di un dato problema (Roszkowski e Swelbecker, 1990).

La consulenza finanziaria può essere anche indebolita dai conflitti di interesse, i quali derivano dalle dinamiche competitive che caratterizzano l'intermediazione mobiliare.

I conflitti d'interesse possono avere delle ricadute nelle scelte di investimento della clientela, in quanto gli investitori meno esperti tendono a delegare le operazioni al consulente poiché sono incapaci di percepire la presenza di conflitti; in questo senso, si nota una tendenza del consulente a non trasmettere

informazioni quando i clienti sono esperti e informati in ambito di materie finanziarie (Calcagno e Monticone, 2011).

La cultura finanziaria è necessariamente connessa alla consulenza finanziaria? Un basso livello della prima può scoraggiare il ricordo alla seconda, ma anche un aumento della *financial education* potrebbe aumentare la tendenza a decidere in autonomia e non ascoltare i consigli forniti dall'intermediario di riferimento.

Monticone e Calcagno (2011) analizzano questo aspetto eseguendo un'analisi su un campione di investitori italiani. Essi giungono alla conclusione (in accordo anche con Bucker e Koenen, 2011, che svolgono la stessa analisi) che la probabilità di accettare le proposte di investimento di un consulente finanziario è negativamente correlata al livello di cultura ed educazione finanziaria.

Lo stimolo a seguire i consigli di un consulente finanziario dipende anche dalla percezione delle proprie capacità e del grado di fiducia instaurato con il professionista. In questo senso, gli investitori caratterizzati da un livello basso di *self-confidence* hanno la tendenza a richiedere un servizio di consulenza e la loro partecipazione al mercato dipende unicamente dal grado di fiducia instaurato col consulente; per i *self-confidence*, invece, prevale la tendenza a gestire in autonomia i propri investimenti e, se la fiducia nel sistema legale e nella tutela degli investitori è elevata, hanno una maggiore propensione al rischio e all'investimento di asset rischiosi.

### ***Il caso italiano***

Le ricerche che stanno alla base degli studi di finanza comportamentale sono confermate in modo evidente dalle scelte di portafoglio delle famiglie italiane: le caratteristiche più frequenti e diffuse dell'investitore italiano sono la scarsa partecipazione ai mercati finanziari e la poca diversificazione dei portafogli.

In Italia, gli strumenti finanziari ai quali una quota della ricchezza finanziaria viene paragonata a quella dei titoli di stato sono le obbligazioni

bancarie; queste sono strumenti finanziari illiquidi e il loro rendimento non rispecchia in modo adeguato il premio per il rischio di credito dell'emittente.

I rendimenti a scadenza delle obbligazioni a tasso fisso e quelli dei BTP hanno avuto uno spread pari a zero nel 2010 e negativo (di oltre 40 punti base) nel 2011 per le emissioni domestiche, e gli investimenti istituzionali hanno avuto, nello stesso periodo, un rendimento superiore rispetto a quello dei BTP di oltre 60 punti base.

Tali dati sono simili anche per le obbligazioni a tasso variabile, le quali nel 2011 avevano uno spread mediano sull'Euribor di 50 punti base per gli investitori retail e 180 punti base per quelli istituzionali. Questi dati sono importanti poiché mettono in evidenza il comportamento degli investitori in materia di scelte di portafoglio e in materia di trade-off tra rischio e rendimento<sup>1</sup>.

Solitamente gli investitori al dettaglio non richiedono un premio adeguato rispetto al rischio e accettano, inoltre, rendimenti inferiori a quelli dei titoli di stato (anche quando la banca di riferimento è caratterizzata da un rating inferiore a quello della Repubblica Italiana).

Questo fenomeno è causato da una parte ad anomalie del processo distributivo e produttivo dei prodotti finanziari e dall'altra a carenze di tipo cognitivo, le quali sono un vero e proprio ostacolo alla comprensione delle varie forme di finanziamento e della loro convenienza.

Secondo la finanza comportamentale i deficit cognitivi e gli errori di valutazione sono rimarcati da processi di valutazione del rischio, i quali determinano stati di incertezza delle scelte individuali e deviano la razionalità degli agenti. Inoltre, potrebbero provocare una propensione a valutare in modo disallineato i guadagni e le perdite, come definisce la teoria del prospetto.

Le crisi finanziarie che hanno caratterizzato l'Area euro hanno rafforzato la bassa propensione all'investimento e l'aumento dell'avversione al rischio, i quali sono fattori chiave della non partecipazione delle famiglie ai mercati finanziari.

---

<sup>1</sup> Dati ricavati dalla Relazione Consob per l'anno 2011.

I recenti dati ricavati e analizzati dalla Consob (2011) evidenziano un possibile miglioramento dovuto al servizio di consulenza, anche se gli investitori retail non sono molto propensi ad affidarsi ad un professionista per le scelte di investimento; le famiglie residenti al Centro Nord sono più propense.

Il livello di educazione finanziaria, la fiducia nel proprio consulente e il grado di soddisfazione per il servizio ricevuto sono fattori che delineano il servizio di consulenza e hanno un ruolo fondamentale anche per le famiglie italiane.

Un altro aspetto da considerare nell'analisi del legame tra consulenza finanziaria e finanza comportamentale riguarda il ruolo delle emozioni nelle scelte di investimento.

Dal punto di vista economico, si è pensato per decenni che le persone fossero razionali di fronte ad anomalie dovute a scelte d'investimento o all'andamento oscillante del mercato finanziario e, di fronte invece a particolari situazioni, fossero più emotive: il fatto che si emozionassero portava gli individui a ragionare in modo sbagliato e a compiere azioni che li conducevano fuori strada. Questa è una teoria che è stata per molto tempo considerata come veritiera, ma le analisi odierne sulla finanza comportamentale e sulle reazioni emotive di ogni individuo evidenziano il fatto che questa teoria sia rappresentativa dei casi limite, in cui le persone non riescono a controllarsi. Non si tratta quindi di una teoria che spiega in modo completo il ruolo delle emozioni nelle scelte di investimento.

Un'idea diffusa alla fine degli anni '90 era quella per cui le emozioni erano considerate positive, tranne quando hanno a che fare con le scelte di investimento. In particolare, questo pensiero è supportato anche dall'autore del primo manuale sulla finanza comportamentale, Hersh Shefrin (2002), il quale diede al suo libro questo titolo: *“Al di là dell'avidità e della paura: capire la finanza comportamentale e la psicologia degli investimenti”*

Questa considerazione sulle emozioni e sul legame che esse hanno con le

decisioni di investimento è strettamente legato alla concezione tipica di emozione della nostra cultura: un evento esterno può suscitare in noi un'emozione, la quale può, a sua volta, comportare un'azione positiva o negativa.

Ma le ricerche recenti sul ruolo delle emozioni hanno dimostrato che la precedente visione era troppo banale e ingenua; gli studi hanno concluso che le emozioni hanno un ruolo fondamentale poiché mediano tra gli esiti delle azioni precedenti e i presunti esiti delle azioni future. Le emozioni quindi, non rappresentano la causa delle decisioni di ogni individuo, ma la loro conseguenza.

### **2.1.1. Il ruolo della consulenza finanziaria secondo la finanza comportamentale**

La finanza comportamentale è una disciplina che si basa sull'individuazione dello strumento capace di indirizzare le decisioni degli investitori e di eliminare i classici errori che possono compromettere le scelte. Riepe e Kahneman (1998) ritengono che la consulenza sia *“l'attività prescrittiva il cui obiettivo principale consiste nel guidare gli investitori nel processo decisionale nel loro migliore interesse”*.

La trasparenza informativa, l'educazione finanziaria e comportamentale e la consulenza rappresentano tre elementi che servono per migliorare le decisioni di investimento, sia per quanto riguarda l'industria sia per quanto riguardano i mercati finanziari. Essi presentano, però, dei limiti che possono essere superati solo attraverso la comunicazione verbale tra investitore e consulente.

L'*investor education* (che si sostanzia nella divulgazione di informazione e nell'utilizzo di tecniche utili a rendere gli individui coscienti e consapevoli degli errori nei quali possono incorrere) rappresenta un filone fondamentale della letteratura in ambito finanziario, ma non può essere considerata uno strumento risolutivo di policy, in quanto può rilevarsi inefficace e controproducente.

*Information overload* rappresenta l'incapacità dei risparmiatori di acquisire le informazioni ricevute, ed è generata dall'educazione finanziaria (Lacko e

Pappalardo, 2004); inoltre, quest'ultima, può rimediare ad alcuni errori o provocarne altri, può causare l'aumento di atteggiamenti di ottimismo, di *overconfidence* e anche di illusione del controllo, i quali sono fattori che provocano una distorsione nella corretta percezione del rischio (Willis, 2008).

Un altro fattore di fondamentale importanza nello studio della finanza comportamentale è la trasparenza informativa, la quale aiuta a comprendere le caratteristiche più importanti di rischio e rendimento di uno strumento finanziario, tramite la standardizzazione e la semplificazione delle informazioni. La trasparenza informativa, inoltre, serve a comparare scelte di investimento alternative in modo da avere una visione chiara e sicura del proprio piano finanziario di investimento. Un elemento negativo, però, caratterizza la trasparenza informativa: i deficit cognitivi e bias comportamentali possono causare effetti negativi, poco significativi e inefficaci.

A questo proposito, la Commissione europea (nel 2010) ha effettuato un'analisi delle scelte di investimento dei risparmiatori retail per mettere in evidenza quali sono i fattori che le influenzano. Considerando un campione di 6000 risparmiatori residenti in 8 paesi europei, la Commissione europea ha evidenziato che la comprensione delle caratteristiche dei prodotti finanziari è, generalmente, molto bassa; anche il numero di alternative di investimento prima della scelta finale sono risultate essere molto basse, in quanto la decisione finale è indirizzata soprattutto dalla familiarità con il prodotto e con l'intermediario di riferimento.

L'investor education e la trasparenza informativa, in conclusione, rappresentano due fattori che devono stabilire una stretta relazione con il servizio di consulenza in modo da rendere l'investitore consapevole degli errori sistemici più frequenti.

In questo senso, la tolleranza al rischio dipende da una parte dalle preferenze verso il rischio (le quali dipendono dalle singole caratteristiche del rischio di un particolare investimento) e dall'altra dall'attitudine del rischio, la quale è legata alle componenti emotive e psicologiche di ogni individuo. Questo

aspetto viene approfondito per definire il profilo di rischio della clientela (solitamente tramite dei questionari) con lo scopo di creare un adeguato piano di investimento e di delineare chiaramente la distinzione tra rischio oggettivo e propensione al rischio influenzata dalle capacità emotive e psicologiche del cliente.

La consulenza finanziaria può potenziarsi tramite degli strumenti riconducibili a varie modalità di azione. Una di queste riguarda l'offerta di consulenza ed evidenzia che la percezione di un basso livello qualitativo del servizio di consulenza provoca una diminuzione e uno scoraggiamento della domanda.

Tutto ciò si basa sul livello di fiducia degli investitori nei riguardi dei consulenti, il quale deve essere migliorato attraverso un netto intervento in materia di conflitto di interesse e uno sviluppo delle procedure e degli strumenti che rendono l'attività di consulenza finanziaria stimolante per il cliente.

I conflitti di interesse si possono limitare tramite l'imposizione di forme di trasparenza, correttezza e stimolando la diffusione di un servizio di consulenza indipendente. Quest'ultimo però, può avere un impatto limitato se non migliora la percezione degli investitori sulla qualità del servizio o se gli investitori stessi decidono ugualmente di agire autonomamente, senza avvalersi di un consulto professionale.

La consulenza finanziaria indipendente, inoltre, sviluppa forme di remunerazione *up front free* dei consulenti, le quali sono maggiormente quantificabili rispetto alle commissioni proporzionate al volume delle vendite e alle tipologie di strumenti finanziari.

La domanda del servizio di consulenza è inevitabilmente legata a fattori che incidono negativamente sul servizio di consulenza stesso e sulla propensione ad ascoltare i consigli del professionista consultato, che sono: la razionalità limitata, *overconfidence*, i possibili atteggiamenti di inerzia, l'avversione alle perdite, i bassi livelli di cultura finanziaria. Questi sono fenomeni che devono essere controllati tramite iniziative di *investor education*, la quale è fondamentale per

migliorare la consapevolezza dei vantaggi forniti dal servizio di consulenza (maggiore diversificazione e migliori performance di portafoglio).

Un altro limite che può caratterizzare l'attività di consulenza e che può compromettere l'efficacia dell'orientamento corretto delle scelte degli investitori è la qualità di informazioni acquisite dal consulente per classificare il cliente e per individuare prodotti finanziari adeguati alla sua tolleranza al rischio.

I questionari generalmente utilizzati dai consulenti e dagli intermediari permettono di valutare la capacità economica di sopportare il rischio, ma non la tolleranza al rischio.

Per rilevare l'attitudine di un cliente al rischio si utilizzano due categorie di strumenti; il primo riguarda l'ambito economico/quantitativo e basa i suoi principi sulla finanza comportamentale, sull'economia classica e sull'analisi empirica. La seconda invece, si basa su principi che fanno capo alla psicologia e alla psicomètria.

L'analisi economico/quantitativa si basa su tecniche di stima e di specificazione di una funzione di utilità. Per eseguire la stima si utilizzano dati di laboratorio, rilevazioni sul campo (field data) o questionari sottoposti ad un campione di soggetti; per analizzare la funzione di utilità si utilizza il paradigma dell'utilità attesa o dell'insieme di funzioni sviluppate dalla finanza comportamentale che rappresentano i bias sistematici e comportamentali e le forme di incoerenza dinamica.

Gli strumenti che si affiancano agli studi di psicologia e psicomètria per valutare la tolleranza al rischio riguardano l'analisi dei tratti psicologici di un individuo e la psicomètria fornisce un "valido" questionario per delineare al meglio il profilo psicologico di un soggetto.

Moreschi (2005) somministra ad un campione di individui australiani un questionario valido per valutare la loro attitudine al rischio e successivamente la confronta con la misura dichiarata dai soggetti intervistati (test di psicomètria): gli individui commettono errori al crescere del grado di istruzione, il reddito non ha alcun effetto e l'età ha un impatto ambiguo.

Lucarelli e Brighetti (2010) misurano la tolleranza al rischio di 445 investitori italiani, i quali si dichiarano non propensi al rischio anche se psicologicamente attratti: gli individui assumono rischi finanziari sulla base dell'autovalutazione e non sulla vera e propria tolleranza al rischio.

### **2.1.2 La tolleranza al rischio**

Il primo passo importante per conoscere al meglio un potenziale investitore è capire quale sia la sua tolleranza al rischio, in modo da avere un'analisi chiara di quello che potrebbe essere il suo profilo di investimento.

La tolleranza al rischio è, da una parte, l'elemento fondamentale dal quale dipende il processo di investimento, ma dall'altra parte non è facilmente definibile e misurabile in modo affidabile e valido.

Per questo motivo, parlare di tolleranza al rischio significa analizzare i principali punti cardini della psicomètria (la scienza che studia la misurazione delle caratteristiche psicologiche), poiché la politica d'investimento non è in grado di fornire certezze sulle quali l'investitore possa basarsi.

Tolleranza al rischio si può definire come la “disponibilità ad assumere rischi finanziari”, la quale dipende da alcuni elementi: la ricchezza presente e futura, l'orizzonte di investimento, il livello di aleatorietà della redditività personale, il carattere dell'investitore, la propensione all'ottimismo o al pessimismo; questi fattori non sono legati tra loro e non dipendono necessariamente l'uno dall'altro.

Tramite l'analisi degli elementi sopra elencati e la somministrazione di questionari è possibile evidenziare la differenza tra tolleranza al rischio e capacità di assumere rischi: la prima si rifà alla sfera emotiva del cliente e riguarda le reazioni possibili all'assunzione di un rischio finanziario; la seconda, invece, è legata alla sfera socio economica del cliente, in base alla quale si intende quanti rischi l'investitore può assumersi.

Per il consulente finanziario è fondamentale capire quale sia la tolleranza al

rischio e la capacità di assumersi rischi di un cliente, in quanto il fine fondamentale dell'attività di consulenza è quello di stabilire una corretta asset allocation per soddisfare le esigenze degli investitori.

Non è facile definire una buona asset allocation che tenga conto di tutte le caratteristiche dell'investitore e della sua propensione al rischio, in quanto la scelta dell'asset allocation non può riguardare solo una questione tecnico finanziaria; può capitare, infatti, che il cliente non apprezzi la proposta del consulente e non la trovi conveniente per soddisfare i suoi bisogni.

Cosa può fare un consulente finanziario quando la sua proposta di asset allocation non viene accettata? Ecco che qui entra in gioco la finanza comportamentale.

Pompian e Longo (2005) affermano che il consulente finanziario che prende in considerazione i risultati della finanza comportamentale deve necessariamente tenere conto della ricchezza del risparmiatore. Il consulente dovrebbe consigliare scelte di portafoglio ottimali soprattutto agli investitori meno ricchi.

La finanza comportamentale si basa su principi nettamente diversi rispetto a quelli delle teorie della finanza classica: quest'ultima considera decrescente l'utilità marginale della ricchezza (ipotesi classica), mentre la finanza comportamentale si basa sul fatto che ogni individuo valuta le variazioni della ricchezza non rispetto al suo valore assoluto ma rispetto ad un punto di riferimento.

A questo punto è utile citare il concetto di *status* di Statman (2002): esso definisce non solo la posizione che l'investitore occupa nella scala sociale, ma anche in quella dell'autostima e della realizzazione delle aspirazioni personali. Gli individui tendono a paragonare in continuazione la loro ricchezza con quella di altre persone (in modo particolare con le persone che appartengono al loro stesso gruppo sociale) e raggiungono una condizione di felicità e tranquillità quando si accertano che il loro status è più elevato rispetto a quello di altri.

Il mantenimento dello status è importante perché influenza il soddisfacimento del cliente e il rapporto con il consulente finanziario:

quest'ultimo, infatti, deve evitare in tutti i modi di proporre piani di investimento che mettano a repentaglio la condizione del cliente.

Secondo la finanza comportamentale, il consulente finanziario deve considerare che lo status è influenzato da due tipologie di punti di riferimento: il benchmark di ricchezza e il benchmark di rendimento. Il primo riguarda il contesto sociale in cui opera il cliente e la sua visione della vita, evidenziando l'importanza dei rapporti di parentela dell'investitore (il quale può aspirare a diventare più ricco del fratello o del cognato). Il secondo si basa sul fatto che l'investitore controlla sempre i suoi guadagni negli anni ed aspira ad ottenere un rendimento maggiore o uguale rispetto a quello degli anni precedenti.

Secondo Lopes (1987) e la sua teoria motivazionista del rischio, il consulente finanziario deve inserirsi completamente nella definizione degli obiettivi dell'investitore, il quale prende delle decisioni che riflettono il suo desiderio di sicurezza, di ambizione e di aspirazione di obiettivi di ricchezza ben precisi. Tramite la teoria motivazionista del rischio si possono individuare le contraddizioni interne che caratterizzano le scelte degli individui, le quali devono essere portate alla luce dal consulente finanziario al fine di esaminare le situazioni in cui i bisogni dei risparmiatori possono essere soddisfatti da investimenti mirati.

## **2.2 Il valore aggiunto della consulenza alla clientela privata**

Con la direttiva Mifid (che analizzeremo successivamente) è aumentata in maniera rilevante l'attività di consulenza in materia di investimenti e l'offerta di servizi finanziari da parte di soggetti autorizzati. La consulenza finanziaria ai risparmiatori viene considerata da sempre un'attività che ha lo scopo di seguire la clientela meno esperta, di non incorrere in errori comportamentali e di limitare i rischi di portafoglio che non sono considerati coerenti con le aspettative di mercato e di rendimento.

La metodologia fornita dalla teoria di portafoglio dovrebbe indirizzare il comportamento dei risparmiatori sulle decisioni di investimento, ma alcuni studi

di finanzia comportamentale hanno rilevato comportamenti degli investitori diversi dalla logica e dalla razionalità che caratterizza le scelte di investimento.

Le decisioni errate o poco razionali dei risparmiatori, le quali possono anche comportare perdite rilevanti del portafoglio di strumenti finanziari, sono legate alla mancanza di informazioni adeguate, di non conoscenza di prodotti finanziari o anche a comportamenti incoerenti e non razionali degli investitori. In questo senso, molti portafogli appartenenti ad una clientela non assistita da consulenza finanziaria rilevano una bassa diversificazione di portafoglio, poca partecipazione al mercato azionario, un minor utilizzo degli strumenti del risparmio gestito e una movimentazione del portafoglio complessa ed eccessiva.

Ecco perché la consulenza finanziaria è un'attività che deve focalizzarsi sull'educazione finanziaria dei risparmiatori e sulla scelta di appropriati prodotti finanziari per costituire il portafoglio.

Per i motivi sopra descritti è opportuno distinguere due fasi del processo di consulenza, che sono spesso corrispondenti a due categorie di risparmiatori: da una parte abbiamo la consulenza generica, la quale ha lo scopo di migliorare l'educazione finanziaria della clientela e le conoscenze in campo finanziario; dall'altro lato abbiamo la consulenza professionale, che ha lo scopo di ottimizzare il portafoglio dei risparmiatori fornendo assistenza alle decisioni di investimento delle famiglie e dei risparmiatori.

La consulenza finanziaria generica è un'attività che si basa sull'accrescimento delle abilità di pianificazione finanziaria e sull'analisi delle informazioni relative alle caratteristiche dei prodotti finanziari. Essa ha risvolti positivi per le famiglie e per la loro ricchezza e l'Ocse ha pubblicato, a questo proposito, l' "Improving Financial Advisor" il quale fornisce una definizione dell'attività di consulenza finanziaria: *"l'educazione finanziaria è il processo attraverso il quale i consumatori/investitori finanziari migliorano la propria comprensione di prodotti e di nozioni finanziarie e, attraverso l'informazione, l'istruzione e una consulenza oggettiva, sviluppano le capacità e la fiducia necessaria per diventare maggiormente consapevoli dei rischi e delle opportunità*

*finanziarie per effettuare scelte informate, comprendere a chi chiedere consulenza e mettere in atto altre azioni efficaci per migliorare il loro benessere finanziario”.*

Lo sviluppo dei mercati finanziari e il cambiamento demografico, economico e politico, hanno comportato un'esigenza sempre maggiore dell'educazione finanziaria, la quale è inoltre accompagnata da un'aumentata complessità dei prodotti finanziari e da un'allungamento delle prospettive di durata di vita.

La diffusione di conoscenze in ambito finanziario è direttamente proporzionale alla domanda di consulenza da parte della clientela; i risparmiatori, essendo più preparati, sono maggiormente disposti a ricevere un parere da un esperto in materia finanziaria. Più il consulente è capace di coinvolgere il risparmiatore nelle scelte di investimento e più il cliente si sentirà soddisfatto del servizio di consulenza. Questo aspetto ha un'importanza rilevante, in quanto il consulente odierno sente la necessità di raccogliere informazioni riguardanti il grado di conoscenza del proprio cliente, in modo da valutare la sua esperienza in materia di investimenti e di avere un quadro generale sugli obiettivi di investimento e di propensione al rischio. A questo punto, quindi, ci chiediamo: qual è il valore aggiunto che la consulenza può portare alla clientela privata?

Il portafoglio finanziario di un risparmiatore è composto da una somma di decisioni di investimento, acquisite in diversi periodi di tempo in base a logiche, raccomandazioni e consigli provenienti da fonti diverse.

L'educazione finanziaria della clientela è importante poiché non comporta il solo trasferimento di nozioni che riguardano gli strumenti finanziari, ma insegna al risparmiatore come creare il proprio portafoglio finanziario sulla base di scelte razionali. Infatti, la diversificazione dei rischi, la quale rappresenta uno degli elementi fondamentali della teoria di portafoglio, non è compresa in modo corretto dai risparmiatori e, molto spesso, il livello di rischio poco considerato comporta gravi perdite per gli investitori, i quali non hanno saputo considerare le giuste scelte di investimento.

Un altro elemento che si può definire incoerente nelle scelte di gestione del

portafoglio dei risparmiatori riguarda l'eccessiva rotazione di portafoglio , la quale comporta una riduzione dell'esposizione verso strumenti finanziari rischiosi in periodi di ribasso del mercato finanziario e un'allocazione di portafoglio in periodi di maggiore volatilità dei mercati.

Per questi motivi entra in gioco il consulente finanziario, che svolge un'attività sulle scelte di investimento e indebitamento dei risparmiatori, cercando di migliorare la loro redditività e predisporre un'allocazione di portafoglio efficiente (riducendo i costi di commissione e gli oneri sul debito).

Lo studioso Marc M. Kramer (2009) ha esaminato l'impatto della consulenza finanziaria sui portafogli dei clienti e ha ottenuto differenti risultati: considerando il periodo temporale compreso tra il 2003 e il 2007, Kramer ha analizzato il rendimento di portafoglio di sedicimila investitori olandesi di cui il 70% aveva richiesto un servizio di consulenza dai consulenti finanziari delle banche. Si distingue quindi una differente allocazione di portafoglio in base alla presenza o meno del supporto di consulenza: i risparmiatori che agiscono individualmente tendono a detenere una maggiore quota di azioni in portafoglio e le relative performance risultano avere conseguenze più elevate.

Tramite l'indice di Sharpe, l'analisi di portafoglio premia i risparmiatori (non di molto) assistiti da consulenza, evidenziando la minore volatilità che caratterizza le scelte dei consulenti finanziari.

L'indipendenza dei consulenti finanziari rappresenta una delle condizioni fondamentali affinché l'attività di consulenza raggiunga gli obiettivi prestabiliti al servizio dei risparmiatori. L'assenza dei conflitti di interesse caratterizza il consulente finanziario indipendente e comporta un rapporto con la clientela limpido, non distorto, equo e professionale.

Nel Regno Unito venne modificato decisamente il mercato della distribuzione retail dei prodotti finanziari (2012) e si diffuse una netta distinzione tra gli Ifa (Independent Financial Advisor): da un lato si istituì la categoria Independent e dall'altro la categoria Restricted. Ciò significa che la caratteristica dell'indipendenza per un consulente finanziario doveva comportare l'offerta di

consigli e supporto sui prodotti finanziari presenti nel mercato, e la totale eliminazione di ogni rapporto con intermediari finanziari e bancari.

In Italia, la consulenza finanziaria indipendente è ancora in fase di definizione ma con il decreto ministeriale del 2008 si richiedono requisiti di indipendenza per l'accesso all'albo dei consulenti finanziari.

In conclusione, il valore aggiunto per il cliente portato dalla consulenza finanziaria si basa su una buona conoscenza dei prodotti finanziari, sull'acquisizione di informazioni, sull'esperienza in materia di investimento. Il consulente deve rendere il cliente edotto dei suoi consigli e delle sue raccomandazioni, dimostrando la capacità di trasferire le proprie conoscenze e informazioni nel modo più proficuo possibile. Per far ciò, è fondamentale il requisito dell'indipendenza e una adeguata qualificazione e professionalità che assicurano la qualità del servizio di consulenza.

I seguenti studi, realizzati uno nel Regno Unito e uno negli USA, rappresentano degli esempi pratici che hanno messo in luce il valore della consulenza finanziaria e hanno analizzato i risultati economici a livello quantitativo.<sup>2</sup>

### **2.2.1 Axa Avenue: l'esperimento sociale**

Axa è un gruppo assicurativo che alla fine del 2005 divenne promotore dell'iniziativa chiamata "Axa Avenue". L'esperimento prevedeva di analizzare, per un periodo di dodici mesi, la situazione finanziaria di venti famiglie residenti a Brighton (Regno Unito). A dieci di queste famiglie viene data la possibilità di essere seguite da uno dei consulenti finanziari più famosi in Inghilterra, Sig.ra Saran Allot-Dacey, e le operazioni più specifiche venivano svolte dall'intermediario locale; le dieci famiglie coinvolte nel servizio di consulenza dovevano spendere quindici minuti al mese per analizzare il loro piano finanziario

---

<sup>2</sup> Dati ricavati dall'articolo Massimo Scolari (Hedge Fund and Alternative Investment Strategy, Reserch Unit Università di Siena) intitolato "Il valore della consulenza finanziaria", 2010.

e definire le scelte di investimento.

Dal punto di vista economico, i risultati di questo esperimento si sono rivelati molto interessanti: le famiglie che avevano usufruito del servizio di consulenza evidenziavano un guadagno complessivo maggiore rispetto alle famiglie che non avevano utilizzato il servizio e il loro debito personale era complessivamente diminuito.

### **2.2.2 Charles Schwab: un servizio di consulenza**

Charles Schwab è una banca americana one-line che, tra il 2004 e il 2006, offrì ai propri clienti che partecipavano ai piani pensionistici 401 (k) un servizio di consulenza gratuito chiamato Schwab Personal Retirement Planning. Con questo servizio la banca offriva aiuto alla propria clientela per le operazioni di allocazione di investimenti e per la scelta del fondo pensionistico.

Nell'anno 2006, i clienti che avevano usufruito della consulenza erano circa 7.000 e coloro che avevano agito in maniera autonoma erano 355.000. Nel 2007 la banca emanò un comunicato dove metteva a confronto i rendimenti degli investitori che avevano agito autonomamente con i rendimenti degli investitori che avevano richiesto il servizio di consulenza finanziaria: il gruppo di clienti che aveva agito senza utilizzare il servizio aveva ottenuto un rendimento complessivo del 11,1%, mentre coloro che avevano aderito al servizio di consulenza avevano ottenuto un guadagno del 14,1% (è da evidenziare che nel 2005 le performance dei due gruppi di clienti erano del 6,6% e del 9,2%).

I risultati di questo esperimento, commentati dal vice presidente Jim McCool, evidenziavano che il consenso al servizio di advice era più diffuso nelle fasce generazionali più giovani: considerando i clienti con un'età fino a 25 anni, la differenza di rendimento nel 2006 era quasi di 5 punti percentuali.

## **2.3 Come scegliere il consulente finanziario di fiducia**

Abbiamo già detto nei capitoli precedenti che il consulente finanziario indipendente ha il compito di vendere i propri consigli in base ai bisogni e alle esigenze della clientela e, soprattutto, senza conflitti di interesse; si occupa di eseguire, in sostanza, un financial planning.

Ma come può un singolo investitore scegliere il giusto consulente finanziario?

Dal punto di vista del cliente è importante porsi alcune domande in modo da scegliere il consulente finanziario unicamente in base alle proprie necessità.

In primo luogo, quando un soggetto decide di avvalersi di un servizio di consulenza deve avere ben chiaro di cosa ha bisogno: quali sono i suoi obiettivi di investimento, qual è la sua propensione al rischio, quali sono le sue vere esigenze (nel senso che un investitore deve sapere se desidera una vera e propria gestione attiva di portafoglio o solamente dei consigli). Inoltre, il risparmiatore deve fare un'analisi riguardante quanto è disposto a pagare per il servizio di consulenza; generalmente il costo da sostenere per il cliente è proporzionale alla quantità di ore di lavoro, alla complessità del lavoro stesso fornito dal consulente, alla dimensione del patrimonio, quindi i costi variano in base ai bisogni del cliente e alle caratteristiche di portafoglio.

A questo punto, i risparmiatori possono redigere un elenco approssimativo dei consulenti finanziari che potrebbero scegliere, cercando di raccogliere più informazioni possibili e di elaborare un giudizio finale di ognuno.

### **2.3.1 La qualità della consulenza**

In ambito finanziario è difficile instaurare un rapporto di fiducia tra consulente (o intermediario) e investitore; quest'ultimo ha bisogno di identificare la qualità della consulenza finanziaria in modo da distinguere la sana consulenza e la mala consulenza, prescindendo dalla figura professionale del consulente finanziario.

Per far ciò è opportuno considerare delle regole fondamentali per valutare la

qualità della consulenza finanziaria e il concetto fondamentale dal quale partire è la *chiarezza*: il consulente deve parlare chiaro al proprio investitore, senza dilungarsi troppo e senza omettere informazioni che potrebbero risultare rilevanti; questa è una buona consuetudine per instaurare un rapporto di fiducia tra professionista e consulente.

L'*affidabilità* rappresenta un altro elemento che delinea la qualità del servizio di consulenza, poiché l'investitore, a seguito del primo approccio con il consulente, può capire se quest'ultimo ha prestato attenzione principalmente alle sue esigenze senza soffermarsi troppo sull'entità del suo patrimonio. Inoltre, un buon servizio di consulenza propone varie alternative di investimento e non si focalizza solo su un'unica operazione o sulla vendita di un prodotto; questo aspetto rappresenta un altro indicatore di efficienza dell'attività di consulenza.

Anche l'*informazione* è un elemento fondamentale per l'investitore, in quanto acquisire una conoscenza completa sull'esperienza e sulla formazione del consulente è un fattore rilevante per migliorare il rapporto tra investitore e professionista.

Infine, il *coinvolgimento* rappresenta una componente imprescindibile per il servizio di consulenza: un buon consulente deve coinvolgere il proprio cliente nelle decisioni di investimento, spiegandogli nel dettaglio cosa accade e verso quali rischi può incorrere, in modo da verificare che i consigli sono stati compresi realmente.

Un buon consulente finanziario non è colui che consiglia sempre investimenti vincenti e che garantiscano un extra-rendimento, ma è colui che mette il cliente al primo posto senza farsi influenzare da eventuali conflitti di interesse. La sua formazione e preparazione non deve riguardare solo aspetti tecnico-finanziari, ma deve basarsi anche sullo sviluppo di una buona relazione con il cliente al fine da soddisfare al meglio le sue necessità; in questo senso, un professionista deve rispettare la *riservatezza* del proprio cliente, preservando le informazioni personali che lo riguardano e dimostrandosi sempre disponibile ad ascoltare ogni sua richiesta e ogni suo dubbio.

Il successo a livello professionale di un consulente finanziario si basa su una legge fondamentale: il consulente ha bisogno degli investitori e gli investitori hanno bisogno del consulente. Il successo passa tramite le persone.

## **2.4 La sfiducia nella consulenza finanziaria**

Ricorrere ad un servizio di consulenza finanziaria è importante poiché aiuta a premunirsi contro inattesi andamenti de mercati finanziari ed eventuali crolli delle quotazioni.

In generale, la consulenza in materia di investimenti si basa su un afflusso di mezzi liquidi o anche su un deposito di titoli già esistente; l'obiettivo fondamentale del consulente e del cliente è quello di pianificare possibili investimenti sulla base della situazione patrimoniale del cliente e dei suoi obiettivi.

La gestione degli investimenti viene amministrata però, in un contesto più ampio della situazione patrimoniale del cliente. Uno dei compiti essenziali del consulente finanziario è quello di analizzare in modo dettagliato il patrimonio del cliente, tenendo conto anche della proprietà abitativa e del capitale di previdenza. Quest'ultimo elemento riguarda le prestazioni della cassa pensioni, i conti della previdenza vincolata o i prodotti assicurativi (questi investimenti costituiscono per molti risparmiatori la parte principale del patrimonio).

Per ottenere una buona pianificazione finanziaria è opportuno, quindi, analizzare il patrimonio nel suo insieme e lo strumento più utile è il bilancio privato; in questo modo i beni patrimoniali del cliente si possono suddividere in capitale vincolato e capitale che si può investire liberamente. Il capitale vincolato è utilizzato per coprire le spese correnti e come riserva di liquidità; il capitale liberamente disponibile può diventare l'oggetto di una pianificazione di investimento.

Negli anni 2000/2002 la fiducia nella consulenza finanziaria e nei mercati finanziari è drasticamente crollata; gli ultimi studi che hanno analizzato le cause

di questa sfiducia, hanno rilevato che questa situazione non è tanto dovuta all'andamento e alle fluttuazioni del mercato, ma ad eventi imprevedibili (scandali dei falsi di bilancio di grosse società, attacchi terroristici, guerre, catastrofi naturali). Per questi motivi è importante superare queste barriere di sfiducia e porre le basi per un futuro stabile e sicuro.

Prendere le giuste decisioni in materie finanziarie sarebbe facile in un contesto economico ordinato e stabile. Il vero elemento che garantisce fiducia e sicurezza non è tanto l'andamento del mercato finanziario o la situazione economica, ma il rapporto di fiducia (umano) tra consulente e cliente: il successo dell'attività di consulenza in materia di investimenti si misura sulla qualità dell'assistenza prestata ai risparmiatori e non sul rendimento ottenuto di anno in anno.

Negli anni novanta alcuni studi hanno rilevato che molti investitori sono disposti ad assumersi rischi maggiori per ottenere rendimenti superiori alla media: sono disposti, quindi, a sopportare le fluttuazioni del valore delle azioni e del mercato finanziario. Ma questa propensione individuale venne, in passato, spesso sopravvalutata: i bassi rendimenti che si registrano sui mercati azionari hanno stabilito un limite per l'investitore, oltre il quale era facile rendersi conto di non dover rischiare.

La consulenza finanziaria deve, da questo punto di vista, capire quali sono le esigenze del cliente e quale sia la sua propensione al rischio, in modo da poter delineare una buona strategia di investimento. L'analisi del consulente deve basarsi su principi di correttezza e di trasparenza, accompagnando il cliente nel suo progetto di investimento e cercando di eliminare ogni pensiero di sfiducia che lo possa influenzare nelle sue scelte; un famoso proverbio greco esprime al meglio il concetto: “non si tratta di prevedere il futuro, ma di essere pronti ad affrontarlo”.

### **2.4.1 Il Fit For Financial Products**

I clienti della FINMA (l'autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari) richiedono una migliore informazione per quanto riguarda l'attività di consulenza finanziaria. Soddisfare queste richieste non è semplice.

Il sentimento di sfiducia degli investitori nei riguardi degli intermediari finanziari deriva, da una parte, dalle perdite subite durante la crisi finanziaria e, dall'altra parte, dalla paura che i consulenti finanziari non abbiano fornito abbastanza informazioni per spiegare in modo chiaro le caratteristiche di alcuni prodotti finanziari.

Il World Wealth Report pubblicato nel 2010 ha evidenziato la richiesta da parte dei clienti di una consulenza finanziaria più trasparente, più specializzata e più semplice; inoltre, la FINMA ha emanato un recente rapporto riguardo la distribuzione di prodotti finanziari, sottolineando che la tutela degli investitori oggi è insufficiente e poco robusta.

Secondo l'autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari “le attuali prescrizioni concernenti i prodotti finanziari non bastano a far comprendere con sufficiente consapevolezza ai clienti che tipo di prodotto comprano, quali prospettive di guadagno ma anche di perdita devono tenere conto e quali rischi si assumono”. Da questo punto di vista, è chiaro che la comprensione del profilo di rischio da parte degli investitori diventa un punto centrale, il quale sicuramente è collegato ad un miglioramento dell'aspetto informativo e quindi delle conoscenze finanziarie degli operatori a contatto con i risparmiatori.

Oggi il legame tra consulenza e private banking rappresenta un altro elemento fondamentale che indica la necessità di aumentare il livello qualitativo della consulenza; questo perché i clienti, da un lato non sono più disposti a remunerare la banca per un'attività di gestione passiva di portafoglio (quindi di sola vendita di prodotti finanziari) e, dall'altro lato, sentono l'esigenza di ricevere una vera consulenza professionale in grado di soddisfare i loro bisogni sia a livello privato sia a livello aziendale.

“Fit For Financial Products” è la risposta a queste nuove necessità. Si tratta di un percorso formativo nuovo che si focalizza sulle caratteristiche finanziarie dei prodotti finanziari, strutturati e derivati, in modo da agevolare il consulente nell’offrire ai risparmiatori spiegazioni chiare sulle varie tipologie di investimento, sulle possibilità di rendimento e sui potenziali rischi.

Questo progetto è la recente risposta alle esigenze dei clienti e permette di offrire un servizio di consulenza più specializzato e completo.

## **CAPITOLO 3**

### **LA FIGURA DEL CONSULENTE FINANZIARIO**

Dopo aver descritto il tema della fiducia e i suoi elementi fondamentali, è stato affrontato nel capitolo precedente il concetto di fiducia all'interno della sfera economico-finanziaria e, in particolare, soffermando l'attenzione sui rapporti fiduciari all'interno di una relazione tra consulente finanziario e risparmiatore.

Per avere un quadro più completo della tematica affrontata, è necessario descrivere dettagliatamente quale sia l'attività svolta da un consulente finanziario e analizzare le varie tipologie di servizio di cui ogni individuo può usufruire.

I consulenti finanziari sono professionisti qualificati ed esperti in materia che aiutano a decidere quali prodotti finanziari presenti nel mercato rispondono alle esigenze di ogni soggetto che ad essi si rivolge; in particolare, eseguono un'analisi della situazione finanziaria, delle esigenze, dello stile di vita del loro cliente in modo tale da poter raccomandare prodotti idonei.

Il consulente finanziario può essere indipendente, può lavorare per una banca o per altre istituzioni finanziarie e questi ultimi sono soggetti alla supervisione dell'autorità di vigilanza locale. Nel caso del consulente finanziario indipendente invece, la vigilanza è esercitata da organizzazioni responsabili della regolamentazione del settore dei servizi finanziari del loro paese di residenza.

Prima di analizzare la figura del consulente finanziario e delle sue caratteristiche è fondamentale descrivere lo sviluppo e l'evoluzione normativa di questa professione a partire dalla figura del promotore finanziario.

#### **3.1 L'evoluzione legislativa della figura del promotore finanziario**

La legislazione europea riguardante l'attività di consulenza finanziaria si può suddividere in due grandi macro-categorie in base alle esigenze di investimento

dei risparmiatori. Da una parte ci sono le banche e le SIM, le quali possono trovarsi in conflitto di interessi per quanto riguarda il collocamento dei prodotti finanziari e per promuovere il servizio di consulenza si avvalgono di promotori finanziari; dall'altro lato abbiamo una categoria di professionisti che non sono soggetti a conflitto di interessi, ma hanno il solo scopo di ottenere un risultato positivo nell'interesse del cliente, consigliando prodotti e servizi finanziari diversificati nel mercato.

La figura del promotore finanziario in Italia nasce con la legge 1 n.1/1991 (legge Sim) che definisce, all'articolo 5, il promotore di servizi finanziari come colui che, in qualità di dipendente, agente o mandatario esercita professionalmente l'attività di offerta dei propri servizi effettuata in luogo diverso dalla sede sociale o dalle proprie sedi secondarie; questa legge è il frutto di regolamenti precedenti dettati dalla Consob, che disciplinavano la figura del collocatore porta a porta di valori mobiliari e l'attività di sollecitazione del pubblico risparmio al di fuori della sede legale principale dell'emittente o del soggetto collocatore. La Consob inoltre richiedeva i requisiti di professionalità e una particolare accuratezza nello svolgere questo tipo di attività, la quale si rivelava anche nelle stesse società mandanti per i danni causati a terzi dai collaboratori.

Con la legge Sim non si apportano modifiche al contenuto del regolamento della Consob e all'attività di sollecitazione del pubblico risparmio, ma si considera quest'ultima come un'attività autonoma di intermediazione mobiliare per il cui svolgimento la società emittente di intermediazione mobiliare deve necessariamente avvalersi di promotori finanziari. Si delinea così la figura del promotore di servizi finanziari che comprende anche una specifica disciplina per l'accesso alla professione, dei requisiti di legittimazione necessari per esercitare la stessa, per regole di condotta e i controlli.

La disciplina dell'attività di sollecitazione del pubblico risparmio a "domicilio" fu successivamente modificata con il decreto Eurosim del XXX che recepiva le direttive Cee: la legge Sim conteneva rilevanti limiti protezionistici e rispetto alle varie legislazioni di altri paesi europei presentava delle incongruenze

poiché considerava questa attività come attività a sé stante delle Sim e non come “modalità” dell’attività di sollecitazione e collocamento di valori mobiliari. Venne quindi emanato il decreto legislativo Eurosim, n. 415/1996, che si basava fondamentalmente sulla tutela del risparmiatore comune ed escludeva dal proprio ambito l’offerta effettuata nei confronti di investitori professionali; la normativa del decreto Eurosim fu recepita integralmente dal decreto legislativo 58/1998 come Testo Unico della Finanza (TUF).

L’attività svolta dal promotore finanziario è quella di offerta fuori sede, come disciplina l’articolo 30 del TUF, che consiste nella promozione e/o il collocamento di prodotti finanziari rivolta a “comuni” investitori (il legislatore esclude l’offerta effettuata nei confronti di investitori professionali nell’ambito della disciplina dell’offerta fuori sede).

Questa breve parentesi riguardante la figura del promotore finanziario dal punto di vista legislativo è utile per capire quali sono le differenze sostanziali tra l’attività del promotore finanziario e quella del consulente finanziario.

In linea generale, il promotore finanziario ha il compito di vendere prodotti finanziari di una società, che può essere una banca una Simo una Sgr, e si può considerare un vero e proprio venditore porta a porta che presenta i prodotti della sua azienda ai risparmiatori per convincerli ad acquistarli. Il consulente finanziario, invece, non cerca di vedere i prodotti di una società, ma aiuta il risparmiatore a investire il proprio denaro in modo da soddisfare le sue esigenze.

### **3.1.1 Promotori finanziari e consulenti finanziari**

Le differenze tra la figura del promotore e del consulente finanziario (in particolar modo del consulente finanziario indipendente) sono moltissime, nonostante siano due soggetti che operano nello stesso campo.

Il primo aspetto fondamentale da considerare riguarda l’attività vera e propria di queste due figure: il promotore finanziario vende dei prodotti finanziari in modo professionale e per conto di banche, Sim o Sgr, mentre il consulente

finanziario vende un servizio professionale per conto di banche o altre istituzioni finanziarie oppure in maniera indipendente e autonoma. In quest'ottica, l'attività di consulenza è basata su una buona pianificazione d'investimento, volta a spiegare al cliente tutti i rischi che corre, mentre nel caso dell'attività del promotore finanziario non abbiamo una vera e propria pianificazione e il rischio non viene mai menzionato: al promotore interessa soprattutto vendere il prodotto. Per questo motivo il consulente si concentra su pochi clienti in modo da seguirli e indirizzarli con attenzione, il promotore invece può avere anche centinaia di clienti e sceglie di vendere gli strumenti finanziari che gli permettono di ottenere un guadagno più elevato, tralasciando in buona parte le esigenze vere e proprie del cliente.

Il secondo aspetto riguarda il rapporto che si instaura con il cliente: il consulente finanziario è libero di scegliere i prodotti finanziari più idonei per il cliente e può anche consigliare delle vendite; non movimentata il portafoglio del cliente inutilmente, ma cerca di eseguire operazioni che rassicurino il cliente e che lo espongano il meno possibile al rischio. Il rapporto con il cliente è bilaterale e personalizzato, fondato sulla conoscenza da parte del consulente degli obiettivi di investimento e della situazione finanziaria del cliente. Nel caso del promotore finanziario il rapporto con il cliente si svolge nell'ambito della tipica attività di promozione e collocamento di strumenti finanziari e indicazioni e suggerimenti vengono forniti in ordine alle diverse caratteristiche dei prodotti offerti per conto dell'intermediario; infatti, il promotore finanziario ha l'obbligo di collocamento solo di prodotti dell'intermediario mandante.

### **3.2 Il consulente finanziario indipendente**

Il punto di partenza per definire la consulenza finanziaria indipendente è l'articolo 1 del Testo Unico della Finanza, il quale definisce: *“prestazioni di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo una o più operazioni relative a un*

*determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione.”*

Focalizzando la nostra attenzione sullo scenario italiano, la consulenza finanziaria è caratterizzata da un lungo percorso di normative le quali, dagli anni '90 a oggi, hanno delineato numerosi cambiamenti nell'ambito della consulenza in materia di investimenti. Oggi è possibile definire il consulente finanziario indipendente sulla base di due macrocategorie di operatori: da una parte abbiamo i soggetti che operano senza conflitti di interesse (persone fisiche iscritte all'Albo dei consulenti finanziari e le società per azioni o le SIM che si occupano solo di consulenza), cioè che non sono coinvolti nel processo di vendita dei prodotti finanziari; dall'altra parte abbiamo soggetti in conflitto di interesse, che sono le banche e le altre SIM, le quali si avvalgono di promotori finanziari (agenti monomandatari) per vendere i loro servizi e i loro prodotti finanziari.

Questo scenario è il risultato finale del percorso di normative riguardanti la consulenza finanziaria ed è importante, a questo punto, svolgere un'analisi dell'evoluzione legislativa europea e italiana, che ci permette di capire come viene considerato e definito oggi il consulente finanziario indipendente.

### **3.2.1 Quadro normativo europeo**

- **1991: LE SIM E L'ALBO DEI PROMOTORI FINANZIARI**

L'anno 1991 è importante perché con la legge 1 del 2 gennaio 1991 si regolarizzano le SIM, società di intermediazione mobiliare che sono iscritte ad un albo istituito presso la Consob, le quali svolgono un'attività di intermediazione mobiliare in modo professionale verso il pubblico e devono sottostare a delle regole volte a tutelare gli investitori; gli articoli 1 e 2 del TUF definiscono in modo chiaro le SIM e le loro attività.

In quegli anni, lo Stato ritenne opportuno intervenire con una legislazione

così rigida in quanto il sistema era caratterizzato da società poco affidabili e poco controllabili che avevano il fine accaparrarsi il denaro dei risparmiatori proponendo a questi ultimi operazioni poco credibili e non facendo mai ritornare nelle loro tasche il proprio denaro.

- **1993: LA CONSULENZA DIVENTA UN'ATTIVITÀ LIBERA**

Nel 1993 la Comunità europea emanò le direttive 93/6 e 93/22 con lo scopo di uniformare le autorizzazioni e i sistemi di vigilanza che regolano i servizi finanziari nei vari stati, in modo da poter utilizzare un'unica autorizzazione (fermo restando il controllo dello Stato di origine). In questi anni e in questo contesto normativo, la Consob espose alcuni concetti interessanti riguardanti la consulenza finanziaria, la quale venne definita come attività senza limitazioni (onnicomprensiva) e l'intermediario venne definito neutrale rispetto alle operazioni poste in essere dal cliente. La Consob quindi, definì l'attività di consulenza finanziaria come attività che si basa sul consigliare al cliente le giuste operazioni da effettuare in base alla sua situazione economica e sul fornire le giuste informazioni sulle scelte di investimento.

- **1996: DECRETO EUROSIM, L'ITALIA SI ADEGUA ALL'EUROPA**

Il recepimento della normativa comunitaria in Italia avvenne nel 1996, con l'emanazione del decreto Eurosim e, nel 1998, con l'emanazione del Testo Unico della Finanza. Il primo si discosta dalla legge 1 del 1991 in quanto amplia la categoria di soggetti che possono svolgere consulenza in materia di investimenti, mentre il TUF definisce in modo più preciso i concetti generali espressi dal decreto Eurosim.

Queste normative sono importanti poiché comportano la liberalizzazione dell'attività di consulenza finanziaria per chi non è soggetto alla disciplina del TUF e viene considerata un'attività accessoria per le imprese che sono autorizzate allo svolgimento dei servizi di investimento.

- **1998: IL TUF E LE FORME DI CONSULENZA**

Con il Testo Unico della Finanza si qualifica l'attività di consulenza come attività accessoria, nel senso che chiunque può esercitare il servizio di consulenza finanziaria, ad esclusione dei promotori finanziari. Questi ultimi, infatti, vengono definiti dal TUF come soggetti che svolgono un'attività di vendita di prodotti finanziari e solamente in questo senso possono offrire un servizio di consulenza, in quanto propongono ai risparmiatori dei prodotti finanziari abbinando un servizio di consulenza svolto per l'intermediario a cui ogni promotore fa riferimento.

Il TUF delinea in modo chiaro la consulenza finanziaria, la quale è regolamentata in modo differente in base al soggetto che presta il servizio di consulenza (intermediario autorizzato o soggetto indipendente). Inoltre, per quanto riguarda il conflitto di interessi, il TUF stabilisce che ogni soggetto deve operare con trasparenza e correttezza in modo da limitare il più possibile i conflitti di interesse che si possono creare.

Per avere un quadro dettagliato delle differenze tra le diverse forme di consulenza che definisce il Testo Unico della Finanza è utile la seguente tabella.

Tabella 1: *Differenze tra consulente finanziario e promotore finanziario*

	<b>Consulenza finanziaria indipendente</b>	<b>Consulenza strumentale alla vendita (promotori finanziari)</b>	<b>Mandato di consulenza al promotore finanziario dalla banca/SIM</b>
<b><i>Soggetti abilitati</i></b>	Tutti, escluso il promotore	Promotore finanziario con mandato	Promotore finanziario con mandato

	finanziario con mandato		
<b><i>Rapporto con il cliente</i></b>	Personalizzato, fondato sulla conoscenza, da parte del consulente, degli obiettivi di investimento.	Si svolge nell'ambito della promozione e del collocamento degli strumenti finanziari.	L'intermediario utilizza il promotore per vendere il servizio di consulenza e formalmente non esiste alcun rapporto tra cliente e intermediario
<b><i>Conflitti di interesse</i></b>	Nessuno	Obbligo di collocamento dei prodotti dell'intermediario. Può essere consigliato il prodotto che garantisce maggior provvigione al venditore.	Si evidenzia al cliente per iscritto l'esistenza di un conflitto di interesse.
<b><i>Limiti all'offerta di consulenza</i></b>	Inesistenza di limiti in capo al consulente riguardo gli investimenti da consigliare.	La proposta è limitata ai soli prodotti distribuiti dall'intermediario mandante.	Limite dato dalla possibilità di poter consigliare prodotti anche non effettivamente adatti alle

			esigenze del cliente.
<b>Remunerazione</b>	L'unica remunerazione percepita dal consulente è quella pagata direttamente dal cliente.	La remunerazione consiste unicamente nelle provvigioni di vendita.	L'intermediario retrocede al promotore che ha venduto il contratto di consulenza, una parte della somma pagata dal cliente (che si tramuta di solito in doppio costo per l'investitore).

Fonte: "Guida del Sole 24 ore alla consulenza finanziaria indipendente".

- **2002: LA PROPOSTA DELLA COMMISSIONE EUROPEA**

Nel 2002 la Commissione europea ha proposto al parlamento europeo una nuova direttiva caratterizzata da importanti elementi riguardanti la consulenza finanziaria: l'adeguatezza patrimoniale, l'autonomia dell'attività di consulenza, requisiti di autorizzazione iniziale, la possibilità di svolgere il servizio di consulenza a distanza e su tutta l'Unione Europea, la vigilanza dei soggetti autorizzati. Il 2002 è un anno fondamentale poiché con questa proposta di revisione dell'attività di consulenza in materia di investimenti finanziari si aprono le porte per una svolta, dal punto di vista normativo, del concetto di consulenza finanziaria.

- **2004: LA DIRETTIVA MIFID**

Il parlamento europeo e il Consiglio dell'Unione europea emanano la direttiva Mifid nell'aprile del 2004: con questa direttiva, la consulenza finanziaria non è più considerata un servizio accessorio che chiunque può esercitare, ma è un'attività che possono prestare solo i soggetti autorizzati (imprese di investimento, persone fisiche, persone giuridiche), i quali possono sottostare a regole particolari e ad un regime patrimoniale agevolato. In particolare, la direttiva definisce le imprese di investimento come qualsiasi persona giuridica che svolge l'attività di prestare servizi di investimento a titolo professionale.

Un altro elemento da considerare nella direttiva Mifid è la definizione di *Tied Agent* (agente collegato), il quale opera sotto la responsabilità di un intermediario finanziario e promuove servizi di investimento a potenziali clienti, come il promotore finanziario italiano.

Nel 2006 la Commissione europea ha emanato una direttiva aggiuntiva, chiamata anche Mifid di secondo livello, con lo scopo di specificare i requisiti fondamentali di organizzazione per le imprese di investimento; le regole dettagliate di questa direttiva riguardano la compliance (regole della conformità), i reclami, la gestione del rischio, l'esternalizzazione, l'identificazione, la gestione dei conflitti di interesse, e sono tutti elementi che servono per completare e descrivere in modo più dettagliato il contenuto normativo della Mifid di primo livello del 2004.

Inoltre, le regole della Mifid di secondo livello forniscono gli elementi base per una maggiore tutela degli investitori e disciplinano le relazioni tra impresa di investimento e la loro clientela.

Uno degli aspetti più innovativi della direttiva di secondo livello è il concetto di esternalizzazione: l'impresa di investimento può stipulare un accordo con un fornitore di servizi in base al quale il fornitore realizza un'attività che altrimenti sarebbe realizzata dall'impresa di investimento in modo autonomo. Insieme al concetto di esternalizzazione, i conflitti di interesse rappresentano un altro aspetto regolato in maniera più dettagliata in questa nuova direttiva, in modo da evitare situazioni controproducenti tra le imprese di investimento e la loro

clientela.

In conclusione, la direttiva Mifid di secondo livello propone anche una definizione di consulenza finanziaria all'articolo 52, il quale afferma:

*“si definisce consulenza finanziaria in materia di investimenti una raccomandazione che viene fatta a una persona nella sua qualità di investitore o potenziale investitore, o nella sua qualità di agente di un investitore o potenziale investitore. Tale raccomandazione deve essere presentata come adatta per tale persona, e deve raccomandare la realizzazione di un'operazione appartenente a una delle seguenti categorie:*

- a. a) comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare, riscattare, detenere un determinato strumento finanziario o assumere garanzie nei confronti dell'emittente rispetto a tale strumento;*
- b. b) esercitare o non esercitare qualsiasi diritto conferito da un determinato strumento finanziario a comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare o riscattare uno strumento finanziario. “*

La direttiva Mifid ha uno stretto legame a livello comunitario con il FSAP (Financial Service Action Plan), il quale ha lo scopo di creare un piano di azione riguardo i servizi finanziari e di istituire, dal punto di vista comunitario, un mercato finanziario unico, integrato e competitivo. Il FSAP ha come obiettivo quello di creare un sistema in cui tutti i soggetti operano a parità di condizioni sul mercato in modo da garantire uno sviluppo equilibrato e sostenibile dell'industria e del mercato europeo. In questo senso, la Mifid è legata al FSAP in quanto rappresenta una delle direttive rientranti in questo progetto e ha come scopo fondamentale quello di creare un mercato finanziario armonizzato e competitivo e di tutelare gli investitori.

### **3.2.2 La direttiva Mifid e lo scenario italiano**

La direttiva Mifid è stata recepita dall'ordinamento italiano nel 2007 e ha istituzionalizzato, anche in Italia, la figura del consulente finanziario professionale inteso come professionista che presta raccomandazioni personali al suo cliente e viene remunerato unicamente da quest'ultimo (negli Stati Uniti si utilizza l'espressione di consulente fee-only, che vedremo in seguito). Dal punto di vista giuridico, la figura del consulente finanziario indipendente si inquadra nell'articolo 2229 c.c. che definisce il prestatore d'opera intellettuale e questo aspetto comporta delle conseguenze rilevanti per quanto riguarda l'aspetto normativo dell'attività di consulenza, in quanto l'attività del prestatore d'opera intellettuale si riconduce ad un'obbligazione di risultato e non di mezzi: l'onere della prova è in capo al professionista, il quale deve provare che il mancato conseguimento del risultato deriva da una causa non a lui imputabile.

Uno degli aspetti innovativi apportati dal recepimento della direttiva Mifid riguarda la gestione di portafogli e quindi la gestione patrimoniale: la normativa comunitaria ha eliminato la distinzione tra gestione patrimoniale individuale e gestione patrimoniale collettiva, in modo da sottoporre entrambe le attività alla stessa regolamentazione. In realtà, il recepimento in Italia di questo aspetto della direttiva non sottolinea in modo netto questa distinzione di attività di gestione patrimoniale: il Tuf, nonostante faccia riferimento ad una gestione generica di portafoglio, definisce alcune disposizioni che si possono applicare solo alla gestione individuale.

Il servizio di ricezione e trasmissione di ordini rappresenta un altro aspetto rilevante della Direttiva Comunitaria e, in particolare, viene definito come attività che permette la comunicazione tra due o più investitori in modo da concludere operazioni di mediazione tra loro. La particolarità di questa attività messa in risalto dalla direttiva Mifid riguarda il fatto che questo servizio prescinde dall'attività dell'intermediario e l'investitore sceglie in autonomia le operazioni da svolgere; gli ordini e le comunicazioni tra investitori possono però essere influenzate dall'attività di consulenza dell'intermediario.

Con la direttiva Mifid viene evidenziato il ruolo del consulente finanziario e

le regole di condotta che lo caratterizzano, al fine di offrire i servizi di consulenza in modo corretto ed efficace. Il recepimento della direttiva introduce un concetto innovativo di responsabilità e di adeguatezza degli operatori finanziari, nel senso che viene effettuata una valutazione di adeguatezza riguardante il cliente e la sua situazione finanziaria. In questo modo, il consulente verifica quanto l'operazione finanziaria è sostenibile dal cliente e dal suo patrimonio e la Consob specifica che il reddito è l'elemento base per ricavare le informazioni necessarie per effettuare la valutazione di adeguatezza. Inoltre, il requisito di adeguatezza viene soddisfatto anche quando l'investitore ha esperienza e conoscenza del rischio che può incorrere effettuando una determinata operazione.

Il ruolo di un consulente finanziario professionista è quello di affiancare i clienti nelle scelte di investimento e tutelare le loro posizioni rischiose, eseguendo una corretta ed efficace pianificazione finanziaria; ciò significa che il consulente deve avere le capacità di negoziare condizioni sulla base di una valutazione dei rischi, in modo da ridurre il più possibile i costi di gestione del portafoglio. In sostanza, quindi, le caratteristiche e le doti di un consulente finanziario indipendente sono: saper controllare i rischi, comprendere al meglio le esigenze del cliente, conoscere perfettamente i prodotti del mercato e le loro caratteristiche, negoziare e calcolare i costi e i rendimenti.

Alla luce del ruolo del consulente finanziario indipendente e delle sue capacità, è semplice capire quali siano i servizi offerti da esso: il servizio fondamentale è l'attività di consulenza, che può riguardare l'ambito dei valori mobiliari, degli investimenti e dei servizi finanziari.

### **3.2.3 L'impatto della direttiva Mifid sul sistema organizzativo degli intermediari**

Fino a pochi anni fa, l'attività di consulenza finanziaria non era caratterizzata dalla riserva di attività, nel senso che poteva essere esercitata sia in forma societaria, sia in forma individuale e da chiunque.

La direttiva Mifid ha portato un fondamentale cambiamento da questo punto di vista: la consulenza finanziaria torna ad essere definita come un servizio soggetto a riserva di attività, esercitabile quindi dagli intermediari o dai singoli soggetti abilitati.

Analizzando le modifiche apportate dalla direttiva nello specifico, sono da evidenziare quelle più rilevanti:

- l'inclusione tra i servizi di investimento della "consulenza in materia di investimenti";
- le funzioni di vigilanza e di autorizzazione delle imprese che svolgono attività di consulenza, possono essere delegate dalle autorità nazionali competenti ad organismi privati che si occupano di regolamentazione;
- le persone che prestano un servizio di consulenza riguardante valori mobiliari e quote di un organismo di investimento collettivo possono essere esentati dal rispettare delle regole della direttiva e l'esenzione è una facoltà attribuita agli Stati membri;
- le imprese di investimento e gli intermediari finanziari che svolgono esclusivamente il servizio di consulenza in materia di investimenti devono sottostare ad un particolare regime riguardante l'adeguatezza patrimoniale;
- per le imprese multifunzionali (le quali svolgono anche altri servizi di investimento, oltre al servizio di consulenza finanziaria) la direttiva ha stabilito obblighi più stringenti riguardo i conflitti di interesse;
- gli intermediari finanziari e le imprese di investimento devono sottostare a regole più severe in materia di informazioni che si acquisiscono dal cliente.

La direttiva Mifid ha istituito e sottolineato l'importanza dell'autorizzazione per l'attività di consulenza in materia di investimenti, affermando che: *"per via della sempre maggior dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate è opportuno includere la consulenza in materia di investimenti tra*

*i servizi di investimento che richiedono un'autorizzazione*" (n.3 n direttiva 2004/39/CE).

Il Testo Unico della finanza, all'articolo 1 comma 5, include la consulenza in materia di investimenti tra i "servizi e le attività di investimento", poiché viene considerata, anche dal legislatore comunitario, un'attività specifica e delicata in quanto coinvolge il pubblico risparmio. Per questo motivo, l'attività di consulenza finanziaria deve essere riservata a intermediari, imprese di investimento o soggetti che siano sottoposti a determinate regole e che abbiano determinate caratteristiche.

Con la Mifid di secondo livello, emanata nel 2006, si specifica che il servizio di consulenza finanziaria è simile ad una raccomandazione personale e deve presentarsi come adatta alle caratteristiche dell'investitore e deve essere adeguata alle esigenze di quest'ultimo. La raccomandazione personale (spiegata all'articolo 52 della direttiva) deve riguardare l'acquisto, lo scambio, la vendita, la sottoscrizione o il riscatto di strumenti finanziari e deve esercitare (o anche non esercitare) i diritti connessi allo strumento finanziario stesso.

Infine, un'altra innovazione apportata dalla direttiva Mifid di secondo livello riguarda il concetto di consulenza finanziaria generica. La direttiva dice che: *"una consulenza generica in merito ad un tipo di strumento finanziario non è una consulenza in materia di investimenti ai fini della direttiva 2004/39/CE, in quanto la presente direttiva specifica che, ai fini della direttiva 2004/39/CE, la consulenza in materia di investimenti è limitata alla consulenza in merito a determinati strumenti finanziari"*. La consulenza generica quindi non riguarda uno specifico strumento finanziario ma si occupa di tipologie di prodotti finanziari e strumenti finanziari o di asset allocation o di financial planning.

### **3.3 Il consulente finanziario fee-only**

I consulenti finanziari fee-only sono una figura rappresentativa del mercato

finanziario statunitense e europeo: essi sono operatori finanziari che vengono remunerati solo dalla loro clientela e non ricevono provvigioni o commissioni da banche o compagnie assicurative; il termine fee-only significa che operano in assenza di conflitto di interessi e in totale autonomia e indipendenza.

Questa categoria di operatori è la preferita dalla maggior parte degli investitori americani, infatti il Certified Financial Planner Board of Standards ha rilevato una forte crescita della domanda di consulenti fee-only in quanto i clienti hanno percepito la convenienza nell'affidarsi ad un pianificatore finanziario che opera senza conflitti di interesse.

Il percorso storico del consulente fee-only ha origine nel 1940, quando si iniziò a definire la figura del consulente in materia di investimenti finanziari e la SEC (Securities and Exchange Commission) emanò delle leggi con lo scopo di regolamentare il mercato finanziario degli Stati Uniti. La figura del Investment Advisers era delineata come persona fisica o giuridica che fornisce consigli in materia finanziaria a fronte di una remunerazione; questa definizione riguarda sia i soggetti che si occupano della vendita e del collocamento di prodotti finanziari, sia soggetti che forniscono raccomandazioni a livello professionale (consulente fee-only).

La domanda di consulenti finanziari fee-only è cresciuta velocemente negli Stati Uniti e le maggiori multinazionali americane hanno dovuto relazionarsi con un nuovo soggetto, interposto nel rapporto con la propria clientela, il quale divenne un protagonista fondamentale nello scenario del mercato statunitense.

Nel 1969 nacque a Chicago il CFP (Certified Financial Planner) che rappresenta oggi la certificazione più importante al mondo per quanto riguarda la pianificazione finanziaria e si è sviluppata l'idea di servizio finanziario basata su principi di integrità, obiettività, competenza e correttezza, in modo da focalizzare l'attenzione sulla possibilità di pianificare il proprio patrimonio per soddisfare al meglio le proprie esigenze.

Verso i primi anni Settanta nacquero i primi consulenti finanziari fee-only, anche se la pianificazione finanziaria e i servizi che erogavano erano ancora legati

ad un concetto di vendita e collocamento di prodotti finanziari e questo aspetto non permetteva loro di esprimere al meglio la loro professionalità verso il cliente. La svolta fondamentale che ha permesso la diffusione in America della consulenza finanziaria fee-only è stata l'avvento di Internet: nel 1994 le società commerciali potevano accedere al web e chiunque aveva la possibilità di connettersi alla rete internet; in questo modo il consulente finanziario fee-only poteva intrattenere rapporti con il proprio cliente senza necessariamente utilizzare il canale tradizionale di intermediazione e, così facendo, gli operatori finanziari usufruivano dei migliori mezzi e delle migliori condizioni dell'offerta del mercato finanziario.

Il consulente finanziario fee-only si serve di particolari network che hanno lo scopo di fornire assistenza e supporto, in quanto gli investitori sono sempre più attenti e informati sull'andamento dei mercati finanziari. I network sono sempre aggiornati e svolgono continue attività di ricerca e di analisi al servizio dell'attività del consulente finanziario.

La presenza di un network è fondamentale poiché la richiesta di pianificazioni finanziarie da parte di consulenti fee-only è in continuo aumento e avere una buona piattaforma sul web assicura una clientela migliore. I network quindi si possono definire come veri e propri elementi di supporto per l'attività di consulenza finanziaria a livello professionale.

Da questo punto di vista, l'aspetto professionale è fondamentale nel rapporto che si instaura tra consulente e investitore: questo legame è basato sulla fiducia reciproca, la quale rappresenta l'elemento strategico per essere i primi a posizionarsi sul mercato; è difficile infatti, prendere il posto di un consulente professionista che ha una buona clientela fidelizzata. I rapporti fiduciari rappresentano quindi delle barriere all'ingresso e nel mercato americano si è assistito ad un legame sempre più diffuso tra clienti con patrimoni di dimensioni importanti e consulenti fee-only.

In linea generale, lo scopo del servizio fornito da un consulente finanziario è quello di pianificare la finanza personale di uno o più soggetti o di un'impresa.

Con il termine di “pianificazione finanziaria” s’intende l’insieme di preferenze, esigenze, vincoli e obiettivi dell’investitore, che consentono di definire una gestione finanziaria in grado di soddisfare i piani e le volontà di quest’ultimo. In quest’ottica il consulente finanziario deve tradurre le esigenze del suo cliente in una politica d’investimento che tenga conto del rischio, del tempo e del rendimento atteso dell’investimento.

Ogni consulente che si presta a dare consigli e fornire informazioni alla clientela deve conoscere e basarsi su principi e regole riguardanti gli investimenti, affinché possano esercitare la loro professione ottenendo rendimenti adeguati al rischio e agli orizzonti temporali considerati.

Una prima regola fondamentale che il consulente finanziario deve seguire è quella di investire nel mercato in maniera razionale, competitiva ed efficiente, cercando di analizzare le caratteristiche del mercato e le condizioni che garantiscano l’efficienza (l’efficienza di un mercato è una qualità che si manifesta quando il prezzo dei titoli coincide con il proprio valore). Quando il consulente finanziario propone un investimento su un mercato efficiente significa che il mercato è anche ragionevolmente sicuro, dotato quindi di una solida struttura economico-produttiva sottostante.

Un secondo elemento da considerare è il rischio: l’attività di consulenza finanziaria prevede anche l’analisi del rischio e del conseguente rendimento e il rischio di mercato viene remunerato quando si opera in un mercato efficiente; un mercato finanziario è efficiente quando abbiamo una relazione positiva tra rischio e rendimento e il consulente finanziario propone un investimento sulla base di una crescita economica sottostante.

Un terzo elemento fondamentale per il consulente e strettamente legato al rischio è il tempo: un mercato è efficiente quando il rischio di mercato viene remunerato in modo sistemico e proporzionale in un arco temporale definito. Ciò significa che l’efficienza del mercato, intesa come rapporto tra rischio e rendimento, deve avere un andamento tendenzialmente costante nel tempo; per garantire il rendimento positivo di un investimento, il consulente finanziario deve

necessariamente considerare un determinato arco temporale e verificare che il legame tra rischio e rendimento sia sempre costante.

Una volta che il consulente finanziario ha definito gli obiettivi dell'investimento si procede al passo successivo, ossia quello di definire un sistema di controllo dell'investimento stesso in modo da mantenere l'efficienza nel tempo. Così facendo, il rischio viene sempre monitorato e mantenuto al suo livello iniziale e si gestiscono le possibili interferenze che l'andamento del mercato nel tempo può causare.

### **3.3.1 I vantaggi della consulenza fee-only per il cliente**

Stabilire un buon rapporto di fiducia tra investitore e consulente finanziario è il punto di partenza principale per intraprendere un percorso di pianificazione strategica di investimento e per poter ottenere una stabilità e un guadagno a livello reddituale. Quando il consulente finanziario fee-only svolge in modo efficiente il suo lavoro apporta numerosi vantaggi per il cliente e migliora i rapporti fiduciari esistenti tra loro.

Un primo elemento che un buon servizio di consulenza fornisce al risparmiatore è la *qualità*: la professionalità e la specializzazione dell'operatore finanziario permettono al cliente di diventare consapevole delle sue scelte finanziarie e di approfondire la conoscenza dei prodotti finanziari che caratterizzano l'oggetto dell'investimento; in questo modo, il cliente acquisisce anche maggiore sicurezza e rafforza la sua formazione e educazione finanziaria.

La fiducia tra risparmiatore e consulente si amplifica nel momento in cui i consigli forniti dal servizio di consulenza sono formulati nell'esclusivo interesse del cliente; la *trasparenza*, quindi, è un elemento che permette di eliminare i possibili conflitti di interesse e aiuta il cliente ad avere una visione dettagliata delle caratteristiche di investimento e dei possibili rischi annessi.

Il consulente fee-only ha il compito di mantenere forte il rapporto di fiducia con il cliente e uno dei suoi primari obiettivi è quello di mettere al centro

dell'attenzione le esigenze dell'investitore; in questo modo, il consulente diventa un vero e proprio riferimento professionale per il cliente, un punto fermo in grado di colmare ogni suo dubbio in ambito finanziario. Inoltre, la consulenza fee-only provoca un senso di *sicurezza* per il cliente, in quanto il patrimonio di quest'ultimo non entra mai in contatto con il consulente (il quale rispetta le disposizioni emanate, a questo proposito, dalla Consob).

Infine, un altro vantaggio per il cliente riguarda la *flessibilità*: le necessità dell'investitore sono al primo posto e sono il punto di partenza che regola il rapporto con il consulente. In questo senso, il cliente può richiedere un consulto riguardo un singolo strumento finanziario, oppure può richiedere un'assistenza duratura su un portafoglio di attività finanziarie: tutto in base ai propri bisogni e ai propri obiettivi.

A questo punto, analizzando i vantaggi della consulenza fee-only per il cliente, possiamo dire che quest'ultimo vedrà, nel corso del periodo di consulenza, la creazione di un portafoglio finanziario efficiente, il monitoraggio continuo del nuovo portafoglio e un'analisi dettagliata delle caratteristiche finanziarie principali. Lo scopo basilare di un consulente finanziario fee-only è quello di ottenere il massimo rendimento del portafoglio, attraverso il sostenimento di minori costi possibili e l'analisi del profilo di rischio del cliente.

### **3.3.2 Le caratteristiche della professione di consulente finanziario fee-only**

La professione di consulente finanziario fee-only è caratterizzata da un insieme di elementi che ne delineano la figura e definiscono lo scopo principale del servizio che offre.

In primo luogo, il consulente finanziario fee-only opera in totale assenza di conflitti di interesse e non è legato da un rapporto lavorativo con un intermediario finanziario; infatti, il rapporto instaurato con il cliente è personalizzato e il professionista non si pone limiti nel fornire consigli e suggerimenti per le

operazioni di investimento.

In secondo luogo, l'unica remunerazione percepita dal consulente finanziario fee-only è la parcella: egli guadagna solamente in base al servizio che fornisce alla propria clientela e non esiste un trasferimento di denaro.

I clienti ideali per un professionista che svolge questo tipo di servizio di consulenza sono risparmiatori che hanno tempo da dedicare alla loro pianificazione di portafoglio e che hanno competenze minime (o anche nulle) in materia di investimenti.

Analizzando la professione di consulente finanziario fee-only più nello specifico, possiamo dire che il servizio di consulenza fornito è caratterizzato da un insieme di attività che possono riguardare: la consulenza in materia di strumenti finanziari, l'analisi di mutuo, la ricerca di finanziamenti adeguati alle necessità della clientela, l'analisi e la pianificazione previdenziale, l'analisi e la pianificazione assicurativa e infine la pianificazione finanziaria.

### **3.4 La fiducia e le tipologie di consulenza finanziaria**

In questo capitolo è stata affrontata la distinzione fondamentale tra consulente finanziario, promotore finanziario, consulente finanziario indipendente o consulente fee-only; il fattore comune che caratterizza queste figure è il servizio di consulenza offerto ai risparmiatori, inteso come capacità di aiutare e consigliare prodotti di investimento che si adattano alle esigenze di ogni individuo.

L'analisi fin qui svolta ha affrontato il tema della fiducia all'interno dei servizi di consulenza finanziaria, mettendo in luce quali sono le variabili che influenzano, in linea generale, le scelte degli investitori riguardanti la pianificazione del loro patrimonio. È importante, dunque, capire in che misura il servizio di consulenza adottato possa influenzare i rapporti fiduciari instaurati con il risparmiatore.

Per quanto riguarda il concetto di promotore finanziario (inteso come soggetto cui interessa soprattutto vendere determinati prodotti finanziari), la

relazione fiduciaria che si crea tra cliente e promotore finanziario è in parte compromessa dai conflitti d'interesse esistenti nella vendita dei prodotti: il venditore può essere spinto a proporre determinati strumenti finanziari poiché gli garantiscono una provvigione maggiore. Per questo motivo, è difficile stabilire un rapporto cliente-promotore basato sulla fiducia reciproca.

Il consulente finanziario indipendente, invece, pone in essere un rapporto più stretto con il risparmiatore, poiché il suo unico interesse è quello di elaborare un buon piano di investimento adatto ai bisogni del suo cliente. Il suo servizio non è caratterizzato da conflitti d'interesse, nel senso che il servizio di consulenza indipendente prevede che il professionista guadagni una remunerazione percepita esclusivamente dal suo cliente; per questo motivo, è interesse del consulente stesso costruire un buon rapporto fiduciario con la controparte.

In conclusione, l'analisi di questi aspetti relazionali sarà approfondita successivamente, analizzando casualmente un campione di soggetti e cercando di osservare quali sono le variabili che influenzano la scelta di aderire ad un servizio di consulenza finanziaria e di pianificazione del patrimonio.

## **CAPITOLO 4:**

### **LA PARTECIPAZIONE AL MERCATO**

## **FINANZIARIO DELLE FAMIGLIE ITALIANE: L'APPROCCIO ALLA CONSULENZA**

Lo scenario italiano riguardo gli impieghi delle famiglie e la gestione del risparmio è caratterizzato da una netta preferenza verso gli istituti bancari: la banca rappresenta il naturale soggetto presso il quale vengono depositati i risparmi. La motivazione principale di questa tendenza si ritrova nel fatto che il sistema bancario ha dato da sempre l'idea di stabilità e integrità all'interno del sistema economico.

Analizzando la composizione dei portafogli delle famiglie italiane, i depositi bancari sono detenuti da circa l'80% delle famiglie, mentre i titoli di stato da circa il 25% delle famiglie (analisi compiuta dalla Banca d'Italia)<sup>3</sup>.

Questo fenomeno caratterizza lo scenario italiano in ambito di investimenti finanziari e la spiegazione più plausibile riguarda il fatto che i portafogli finanziari delle famiglie sono squilibrati, nel senso che sono focalizzati soprattutto sul breve termine e sono poco diversificati per scadenze e per aree geografiche. Inoltre, il capitalismo italiano non ha diffuso l'idea di una borsa che potesse remunerare adeguatamente gli azionisti, quindi il classico cliente/risparmiatore italiano non ha maturato un bagaglio consolidato sulla cultura del rischio (a differenza dell'imprenditoria che in Italia ha saputo diffondersi con una dinamica positiva ed efficiente). Il rischio imprenditoriale, quindi, viene affrontato, gestito e controllato senza grossi problemi e il rischio finanziario, invece, rimane sconosciuto e considerato poco governabile.

Una delle motivazioni fondamentali di questa tendenza è la mancanza di educazione finanziaria, di esperienze e di conoscenze adeguate e, da questo punto di vista, rivestono un ruolo di notevole importanza le banche, i promotori e i consulenti finanziari, i quali hanno il compito di strutturare nel miglior modo

---

<sup>3</sup> L'analisi si trova nella Relazione Consob per l'anno 2014, la quale dedica una sezione alla propensione all'investimento delle famiglie italiane dal 2007 al 2014.

possibile la composizione dei portafogli della clientela. A questo proposito, l'analisi empirica svolta nel capitolo successivo dedica una parte proprio all'alfabetizzazione finanziaria, ed è emerso che la maggior parte delle persone non ha una buona conoscenza dell'ambito economico-finanziario. Questo aspetto è fondamentale nel momento in cui un risparmiatore decide di investire il proprio denaro e di partecipare al mercato finanziario, poiché una basilare conoscenza e informazione circa le caratteristiche del mercato finanziario può essere sintomo di sicurezza e fiducia per un investitore, il quale può partecipare alla gestione del proprio portafoglio in modo attivo e stimolante.

Con lo scopo di contribuire ad aumentare il livello di competenze finanziarie e di conoscenze dei cittadini, la Consob sostiene un ciclo di lezioni e di seminari volti alla cosiddetta "formazione dei formatori": si tratta di un'educazione rivolta in primis alle associazioni dei consumatori, in modo da alzare la qualità delle relazioni con i risparmiatori e mantenere un canale informativo adeguato e aggiornato.

#### **4.1 Le famiglie italiane e il risparmio gestito**

L'evoluzione dei sistemi finanziari dipende dalle tendenze e dalle decisioni delle famiglie in materia di investimenti e di partecipazione al mercato finanziario. La domanda e l'offerta di attività finanziarie è influenzata dal livello di propensione al rischio dell'investitore, dalle sue scelte strategiche, dalla regolamentazione e anche dalle condizioni macroeconomiche.

Rispetto agli altri paesi industrializzati le scelte di portafoglio delle famiglie italiane sono decisamente più rallentate, caratterizzate da una sorta di inerzia che non ha permesso numerosi cambiamenti tipici di altri paesi con mercati finanziari più elevati.

Il primo aspetto che delinea le anomalie del mercato finanziario italiano riguarda la scarsa diffusione del risparmio gestito: le analisi svolte nel 2004 dalla Consob, hanno rilevato che il risparmio gestito sulle attività finanziarie è circa il

30%, mentre negli altri paesi più industrializzati si aggira intorno al 40% e al 60%. Questo risultato si può spiegare considerando l'incidenza del risparmio assicurativo e previdenziale: il sistema previdenziale italiano si basa principalmente sul pilastro pubblico, ed è scarsa, invece, la diffusione di fondi pensione privati.

Un altro aspetto che rappresenta un'anomalia del sistema italiano riguarda l'elevato possesso di titoli obbligazionari: rispetto a quanto si rileva negli Usa o negli altri paesi europei, in Italia il possesso di obbligazioni ha un'incidenza superiore sulla ricchezza delle famiglie italiane.

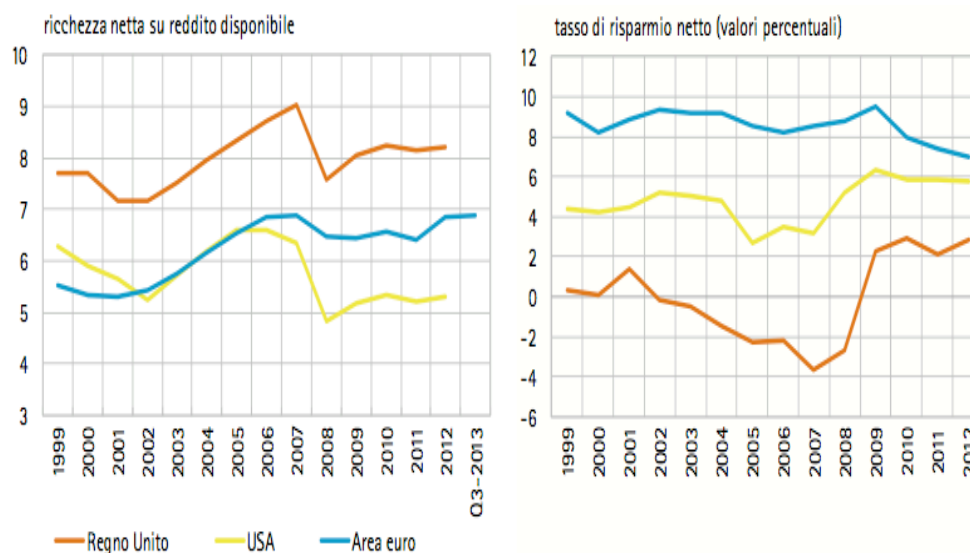
Le anomalie sopra descritte indicano che in Italia si riscontra una maggiore incidenza del risparmio amministrativo rispetto al risparmio gestito e questo aspetto ha delle ripercussioni sulla vigilanza e sulla regolamentazione degli intermediari.

La diffusione del risparmio gestito è positiva per le famiglie italiane in quanto influenza l'efficacia dell'azione di vigilanza e attenua le conseguenze negative sui patrimoni delle famiglie, in seguito agli ultimi scandali finanziari.

Depositi e titoli di stato sono uno dei motivi fondamentali per cui in Italia non è diffuso adeguatamente il risparmio gestito; le famiglie italiane sono, infatti, più propense ad investire in attività finanziarie meno rischiose. Nel 2004, due famiglie su dieci detenevano almeno una attività rischiosa e solo una famiglia su dieci aderiva a fondi comuni aperti o gestioni patrimoniali.

La Relazione della Consob dell'anno 2013 afferma che negli anni successivi e più recenti, il fenomeno del risparmio gestito si fa sempre più interessante nell'Area euro: nel 2012 la ricchezza netta delle famiglie italiane è arrivata quasi ai livelli massimi del 2007; per ricchezza netta delle famiglie si intende la somma delle attività finanziarie e delle attività reali al netto delle passività finanziarie e l'aumento inaspettato registrato nel 2012 si può principalmente attribuire all'andamento positivo dei corsi azionari, i quali sono aumentati di circa il 13 % rispetto agli anni scorsi. Durante il 2012, quindi, il tasso di risparmio nell'Area euro rimane sui livelli simili a quelli delle maggiori economie avanzate.

**Figura 1: “Le famiglie e il risparmio gestito”:**



**Fonte: Relazione Consob per l'anno 2013**

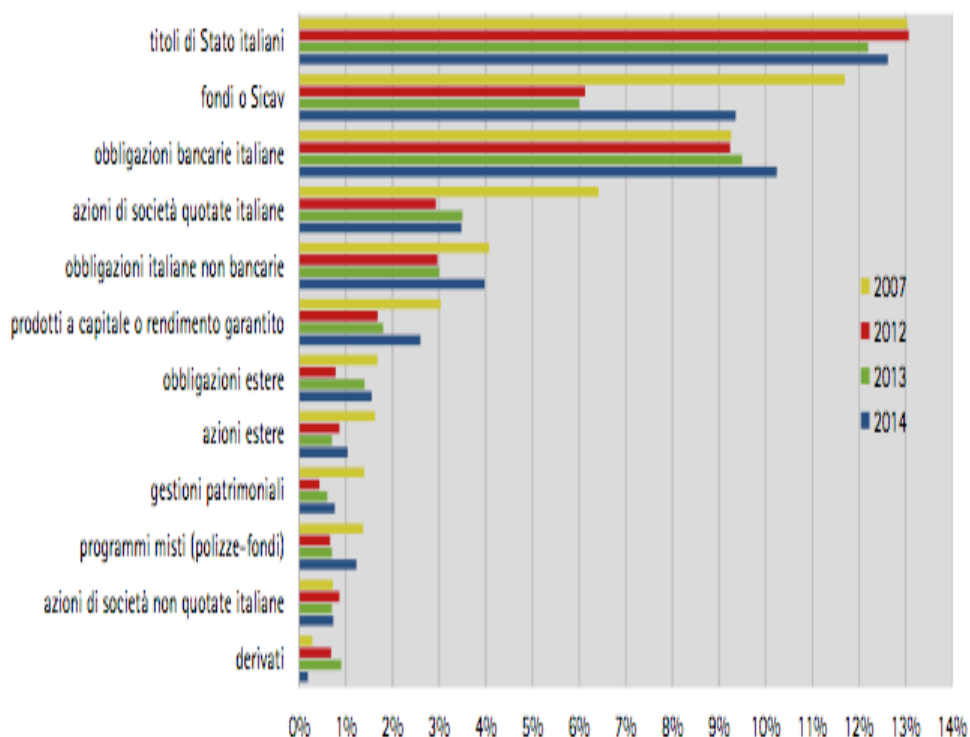
Un altro elemento importante che caratterizza l'anno 2012 è la ricchezza finanziaria; in particolare, dati della Bce, Eurostat e Ocse, confermano che la ricchezza finanziaria nell'Area euro e negli Usa è notevolmente aumentata. Le famiglie europee a fine 2012 detengono le proprie attività finanziarie soprattutto in azioni quotate e fondi azionari.

#### **4.2 Le famiglie italiane e l'approccio alla consulenza**

A fronte delle considerazioni riguardo l'attività di consulenza e l'importanza del rapporto tra consulente e investitore, è interessante notare che, tra il 2013 e il 2014 in Italia, la domanda di consulenza e di partecipazione ai mercati finanziari è aumentata. In particolare, nel corso del 2013 la partecipazione ai mercati finanziari delle famiglie italiane era del 41% e nel 2014 è aumentata fino al 48%. Questa crescita è principalmente dovuta all'aumento degli investitori retail che

sono in possesso almeno di una attività rischiosa (polizze vita, obbligazioni, azioni).

**Figura 2: “Scelte di portafoglio e domanda di consulenza”**



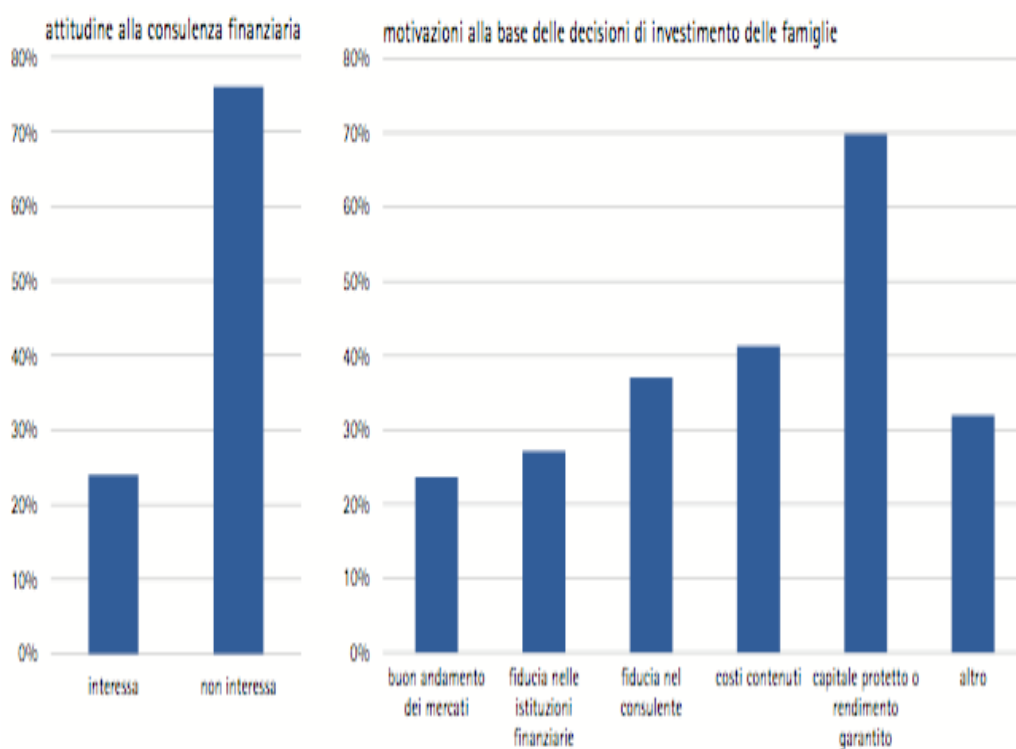
Fonte: elaborazioni su dati GfK Eurisko - *Multifinanziaria Retail Market* (dati di sondaggio su un campione di circa 2.500 famiglie italiane). Confronta Note metodologiche.

**Fonte: Relazione Consob per l'anno 2014**

Il 70% delle famiglie italiane è disposto ad investire i propri risparmi con la condizione che l'investimento garantisca un rendimento minimo e la protezione del capitale. La fiducia, in questa prospettiva, è un elemento fondamentale per

soddisfare le esigenze delle famiglie.

**Figura 3: “l’interesse per la consulenza finanziaria delle famiglie italiane”**



**Fonte: Relazione Consob per l’anno 2014**

La probabilità che una famiglia italiana detenga un numero di attività finanziarie rischiose dipende dalla ricchezza, dal reddito e dallo sviluppo socio-economico dell’area di residenza. Quest’ultimo aspetto riguarda il fatto che le famiglie residenti al Nord hanno maggiori probabilità di detenere attività finanziarie rischiose rispetto alle famiglie residenti nel Sud Italia.

In generale, le scelte di portafoglio delle famiglie italiane, rispetto ai

principali paesi più industrializzati, sono molto diverse e caratterizzate da una certa inerzia. Questo perché la composizione delle attività finanziarie delle famiglie italiane, negli ultimi decenni, ha subito rilevanti cambiamenti dovuti alla trasformazione del sistema bancario, alle diffuse politiche di privatizzazione, allo sviluppo del debito pubblico e alla nascita del risparmio gestito e dei mercati secondari.

#### **4.2.1 Le scelte di portafoglio delle famiglie e il servizio di consulenza in Italia**

Le famiglie in Italia che investono in strumenti finanziari rischiosi (come azioni, obbligazioni, polizze vita e risparmio gestito) sono, nel 2013, aumentate e ciò significa che è anche aumentata la partecipazione ai mercati finanziari dei risparmiatori italiani (infatti dal 2012 al 2013 si passa dal 24.7 % al 26.3%). Questi dati sono comunque inferiori a quelli registrati nel 2007 (la partecipazione delle famiglie si attestava intorno al 38%) in quanto, dal 2007 in poi, c'è stata la crisi finanziaria che ha scoraggiato gli individui all'investimento.

Analizzando nello specifico il contesto italiano, si osserva che l'investimento in Titoli di stato è sempre caratterizzato dalla maggiore partecipazione delle famiglie italiane, rispetto alla detenzione di obbligazioni bancarie o quote di fondi comuni o Sicav, i quali mantengono una partecipazione stabile negli anni.

Per quanto riguarda il servizio di consulenza finanziaria, in Italia gli investitori retail rappresentano coloro che non ne fanno costantemente ricorso. Nel corso del 2013, le famiglie che richiedono un servizio personalizzato di consulenza all'investimento sono aumentate rispetto agli anni precedenti, ma sono un numero inferiore rispetto ai dati registrati prima del default di Lehman. Inoltre, secondo la Relazione Consob per l'anno 2014, la maggior parte delle famiglie non conosce la modalità con cui ricevono il servizio, in quanto non posseggono un'adeguata educazione finanziaria e questo aspetto caratterizza l'investitore

italiano medio.

L'approccio degli investitori e delle famiglie italiane alla finanza e agli investimenti è stato differente negli ultimi anni. La Consob rappresenta l'istituto maggiormente interessato ad analizzare questo fenomeno e, nel 2013, ha assegnato a Gfk Eurisko<sup>4</sup> il compito di sostenere un'indagine su un campione di oltre mille soggetti.

Nella Relazione Consob per l'anno 2014 è stata eseguita un'indagine che ha lo scopo di rilevare dati e specifiche informazioni riguardanti il grado di educazione e conoscenza in ambito finanziario, i comportamenti più frequenti nel momento della scelta di investimento, la propensione ad aderire a forme di previdenza complementare e la pianificazione di investimenti che garantisca stabilità e prospettive di reddito.

Il campione di riferimento corrisponde a circa 20,5 milioni di famiglie italiane e, di queste, sono stati intervistati 1020 soggetti, di cui 787 uomini e 233 donne. L'analisi del loro livello di istruzione rivela che 335 intervistati hanno un livello informativo pari alla licenza media inferiore, 525 hanno continuato gli studi ma solo 160 degli intervistati possiede una laurea.

Dal punto di vista dell'educazione finanziaria, è stata analizzata la conoscenza di nozioni fondamentali economiche (l'inflazione, la diversificazione del rischio, il rapporto tra rischio e rendimento) ed è emerso che il 68 per cento dei soggetti intervistati conosce il concetto di potere di acquisto della moneta e di valore reale delle somme detenute, mentre la restante percentuale non conosce alcun concetto base in ambito economico.

Quando le domande dell'intervista si sono focalizzate sulla diversificazione del rischio, è diminuita drasticamente la percentuale di soggetti che hanno risposto correttamente; in particolare, solo il 53 per cento ha indicato l'alternativa corretta, mentre la rimanente parte degli intervistati non ha saputo rispondere o ha scelto l'opzione scorretta.

---

<sup>4</sup> Gfk Eurisko è un istituto che si occupa di ricerche di mercato, sondaggi e indagini di consumo.

L'analisi svolta distingue anche le risposte degli intervistati maschi da quelle delle intervistate femmine: è emerso che la percentuale di uomini che risponde correttamente è maggiore di dieci punti rispetto a quella delle donne. Il grado di conoscenze e istruzione è positivamente correlato con la capacità di rispondere correttamente e, da questo punto di vista, anche la regione geografica influisce sulla percentuale di risposte corrette: è stato rilevato che gli intervistati residenti nelle isole e nelle regioni meridionali che rispondono correttamente ai quesiti dei questionari sono circa il 10 per cento in meno rispetto agli intervistati che risiedono al centro o al nord Italia.

Proseguendo l'analisi con lo stesso campione di soggetti, è stata osservata anche la relazione tra investitori e attività di consulenza finanziaria e, in quest'ottica, è possibile spiegare diverse definizioni del concetto di consulenza. Dal 2012 al 2013 la percentuale di famiglie che ricevono una consulenza personalizzata e riguardante uno specifico strumento finanziario è aumentata dal 7 per cento all'8 per cento.

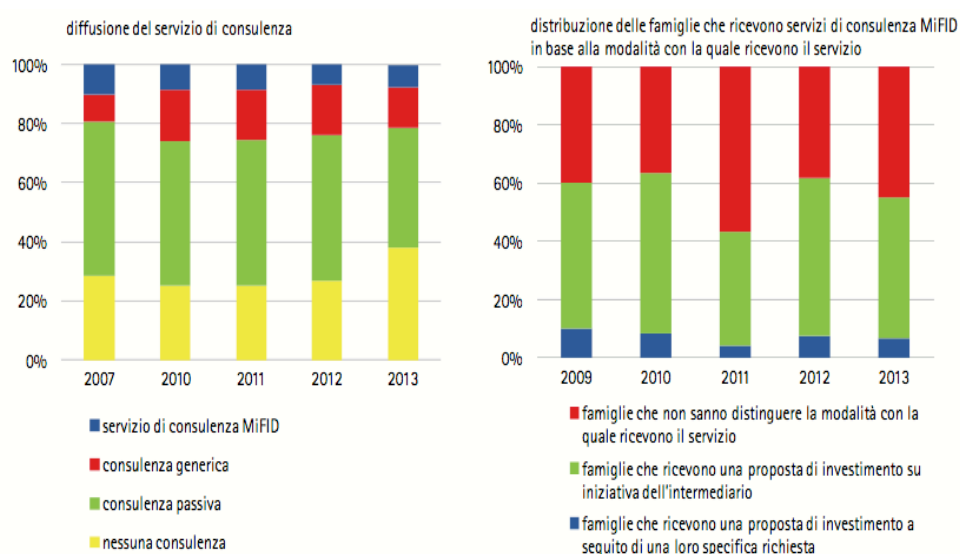
Per quanto riguarda la consulenza "generica", è diminuita la percentuale di investitori retail che ricevono proposte non riguardanti uno specifico strumento finanziario ed è aumentata la cosiddetta consulenza "passiva" (la quale prevede il fatto che gli investitori dichiarano di avere un consulente finanziario di fiducia dal quale, però, non ricevono proposte di investimento). Inoltre, è aumentato il numero di famiglie che dichiarano di non aderire ad un servizio di consulenza finanziaria o di supporti da parte di intermediari finanziari (circa il 38 per cento).

Bisogna specificare, però, che la propensione a investire tramite il supporto di un intermediario ha una correlazione positiva con il livello di istruzione di un soggetto. Nel 2013 si è registrata una relazione positiva tra il ricorso al servizio di consulenza e la diversificazione di portafoglio e di attività finanziarie; infatti, per il 75 per cento dei casi, coloro che si rivolgono ad un consulente finanziario per pianificare le proprie scelte di investimento, detengono un portafoglio caratterizzato dalla presenza almeno di un prodotto finanziario rischioso.

Sempre durante il 2013, è stato osservato anche il grado di soddisfazione dei

clienti ed è emerso che quest'ultimo è aumentato grazie ai buoni consigli ricevuti dai consulenti, a differenza degli anni precedenti in cui il livello di soddisfazione dei risparmiatori era nettamente più basso.

**Figura 4: “l’educazione finanziaria in Italia”:**



**Fonte: Relazione Consob per l'anno 2013**

### 4.3 Partecipazione al mercato finanziario: educazione finanziaria e fiducia

Prima di analizzare i fattori che influenzano la partecipazione al mercato finanziario, è opportuno differenziare le varie tipologie di investitori, intesi come singolo individuo ma anche come complesso familiare.

Le scelte di ogni individuo in materia finanziaria sono inevitabilmente relazionate alla tipologia di investitore che ognuno di noi si stente di essere, cioè all'attitudine personale. In questo senso, è possibile definire una classificazione in

base al profilo di ogni risparmiatore, la quale distingue: l'investitore equilibrato, l'investitore conservativo e l'investitore aggressivo.

L'investitore equilibrato è colui che si dimostra interessato a conseguire un guadagno elevato, ma non è propenso ad investire in soluzioni di portafoglio troppo rischiose; ha una apertura verso il rischio equilibrata. L'investitore conservativo è unicamente interessato a mantenere il valore reale del suo patrimonio ed a conservare il proprio denaro; infine, abbiamo l'investitore aggressivo, il quale è decisamente propenso al rischio ed è disposto anche a impiegare il proprio denaro in un investimento a rendimento variabile.

Gli studi sulla partecipazione al mercato finanziario riguardano, in modo particolare, la decisione dei risparmiatori di investire in strumenti azionari: la maggior parte della popolazione non possiede strumenti azionari e il possesso di questi ultimi dipende dalla ricchezza personale e dal livello di istruzione; inoltre, la scarsa partecipazione al mercato finanziario è dovuta alla presenza di costi di transazione o di costi per l'accesso al mercato. Tutti questi elementi, però, non ci aiutano a capire il motivo per cui anche le famiglie più ricche non partecipano in modo frequente al mercato.

Una prima intuizione può riguardare il fatto che le famiglie più ricche hanno la possibilità di detenere partecipazioni in società non quotate (o anche quote in imprese familiari) e già questo aspetto rappresenta una esposizione al rischio finanziario; le partecipazioni quindi, sostituiscono gli strumenti finanziari azionari per le famiglie più ricche.

Una seconda intuizione riguarda il ruolo dell'educazione finanziaria e dell'informazione: la conoscenza delle caratteristiche dei vari strumenti finanziari può essere un fattore determinante per le decisioni di investimento dei risparmiatori.

L'informazione si può acquisire sia dagli intermediari finanziari ma anche dagli individui stessi e dai rapporti umani che permettono l'interazione reciproca e lo scambio di informazioni.

L'educazione finanziaria ha un ruolo rilevante poiché da una parte contribuisce ad abbassare i costi di accesso (in quanto rende più semplice la conoscenza dell'informazione finanziaria), dall'altra parte può essere un incentivo ad aumentare i rendimenti che il risparmiatore si aspetta dal suo investimento in azioni. Essa, quindi, rappresenta un fattore che può provocare un impatto positivo sulla partecipazione delle famiglie al mercato finanziario.

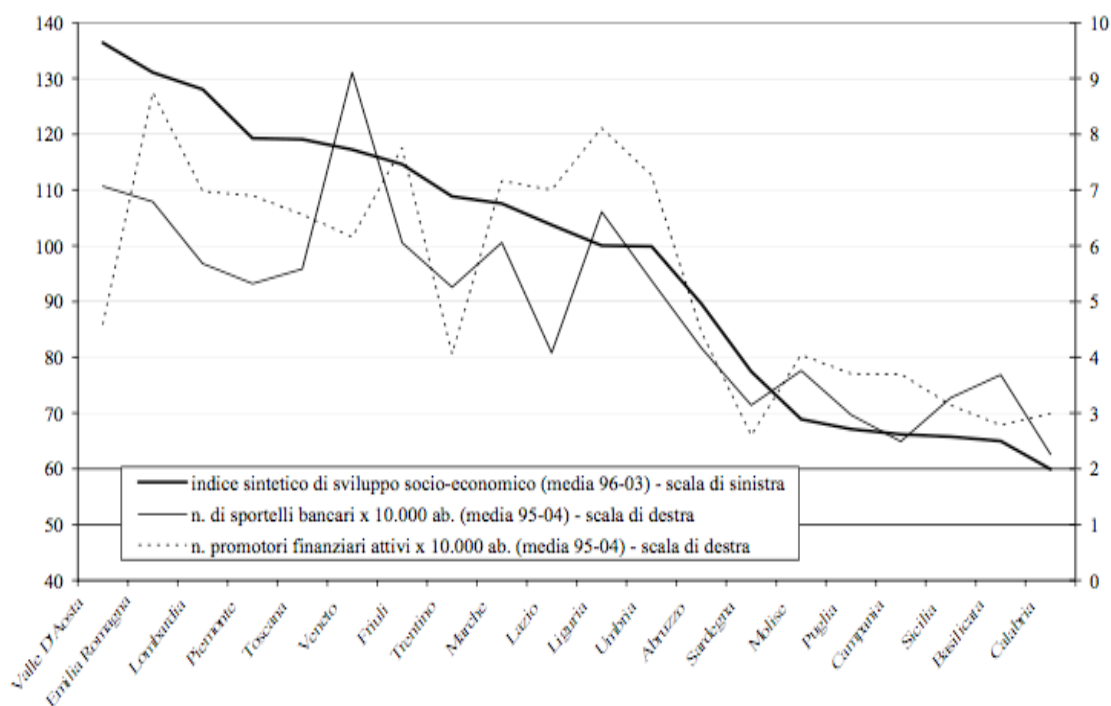
Altre linee di pensiero sostengono che l'elemento cardine che determina la partecipazione delle famiglie al mercato finanziario è il grado di *fiducia*, il quale comporta il corretto funzionamento del sistema finanziario e dei rapporti tra cliente e consulente. La fiducia è negativamente correlata all'educazione finanziaria: un maggiore grado di fiducia è sintomo di un basso livello di educazione finanziaria, ma di una maggiore tendenza a partecipare al mercato finanziario. Il grado di fiducia ha un ruolo decisivo poiché spinge alla partecipazione al mercato: i risparmiatori hanno una minor probabilità di subire perdite, essendo fiduciosi del rapporto instaurato con il proprio consulente. Inoltre, dal punto di vista empirico, il ruolo del fattore fiducia comporta in primo luogo la riduzione dei costi informativi; la fiducia ha un impatto nullo per livelli di educazione elevati, in quanto le scelte sono più consapevoli.

Gli ultimi scandali finanziari, come Parmalat, Cirio e Enron, hanno influenzato negativamente l'andamento dei rapporti fiduciari, indipendentemente dal livello di educazione finanziaria.

Tra il 1995 e il 2004 sono state eseguite delle stime econometriche sulla base di dati elaborati dalla Consob, Confindustria e Banca d'Italia, con lo scopo di analizzare la partecipazione al mercato finanziario.

Prima di tutto, è necessario distinguere la partecipazione in senso stretto dalla partecipazione in senso lato. La prima riguarda il caso in cui una famiglia detenga almeno un'attività finanziaria come obbligazioni, quote di fondi comuni, azioni quotate, titoli esteri o gestioni patrimoniali; la seconda si riferisce al caso in cui una famiglia detenga una sola delle attività rischiose sopra elencate o una pensione integrativa o un'assicurazione vita.

**Figura 5: “indice di sviluppo socio-economico delle Regioni italiane e grado di diffusione degli sportelli bancari e dei promotori finanziari”**



**Fonte: elaborazioni su dati Consob, Confindustria, Istat e Banca d'Italia (Quaderni di Finanza, Consob).**

Il grafico rileva che il possesso di partecipazioni riguarda solo 323 famiglie sulle 20.509 famiglie totali del periodo tra il 1995 e il 2004 (quindi circa il 1,6%); questo aspetto sottolinea la scarsa tendenza delle famiglie più ricche a partecipare al mercato.

Inoltre, questo grafico analizza il fenomeno suddividendo i dati in base alla Regione italiana osservata: considerando la definizione di partecipazione al mercato finanziario in senso stretto, possiamo osservare che una famiglia residente in Valle d'Aosta ha una probabilità maggiore di 34 punti percentuali di

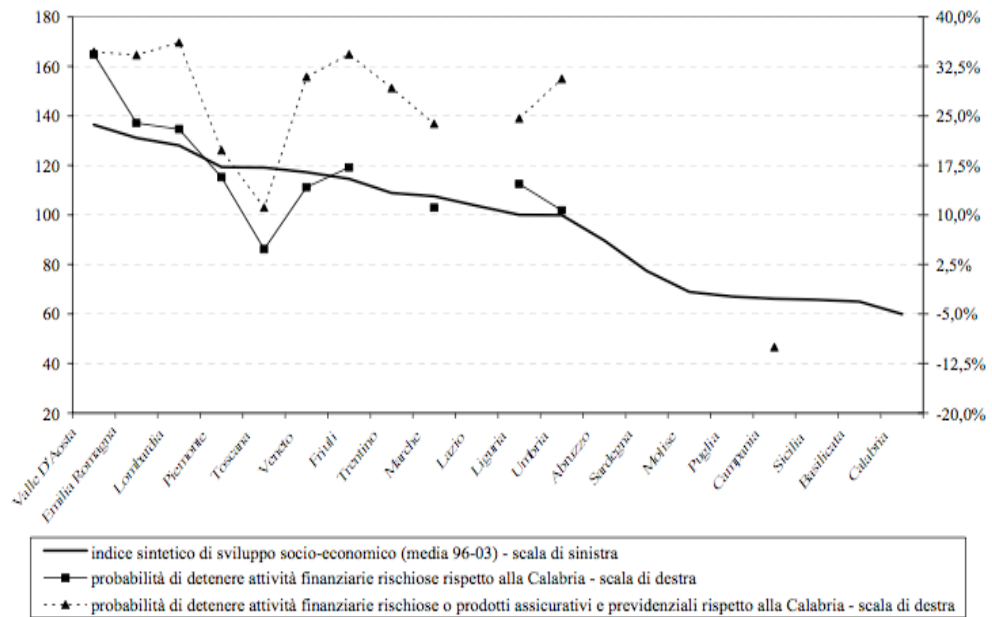
detenere attività rischiose rispetto ad una famiglia che risiede in Calabria; queste significative differenze non le riscontriamo nel confronto tra Calabria e Lazio o tra altre regioni del Sud.

La regione di residenza è quindi fortemente correlata con gli indici di sviluppo socio-economico (calcolati dalla Confindustria) e la letteratura finanziaria propone diverse interpretazioni di questo fenomeno. Una prima spiegazione riguarda il fatto che le regioni meno sviluppate possono avere un background sul rischio strettamente legato ai redditi da lavoro e questo aspetto ha sicuramente un impatto negativo sulla partecipazione al mercato finanziario; un'altra spiegazione può riguardare il fatto che le regioni del Sud sono caratterizzate da un minore capitale sociale e da una minore fiducia reciproca nei rapporti individuali.

Infine, la diffusione di sportelli bancari e di consulenti e promotori finanziari dipende dalla rete distributiva presente nel territorio e anche questa, a sua volta, varia di regione in regione. Oltre alla regione di residenza, anche la ricchezza e il reddito (come abbiamo già visto) influenzano in maniera rilevante lo sviluppo socio economico e il grado di diffusione di servizi di consulenza finanziaria.

***Figura 6: “indice di sviluppo socio economico delle Regioni italiane e impatto della Regione di residenza sulla probabilità di partecipare al mercato***

*finanziario”*



*Fonte: elaborazione su dati Confindustria e stime tav. 1 sul periodo 1995-2004 (Quaderni di Finanza, Consob).*

## CAPITOLO 5

### LA RELAZIONE TRA CARATTERISTICHE DEL

## **CONSULENTE E FIDUCIA: UN'ANALISI EMPIRICA**

### **5.1 Descrizione generale dell'esperimento, dei dati e del campione**

L'analisi dei rapporti fiduciari che intercorrono tra un investitore e un consulente finanziario riveste un'importanza fondamentale poiché ci permette di studiare quanto sia influente la fiducia nelle scelte di ogni individuo.

Dopo aver descritto, dal punto di vista teorico, il concetto di fiducia e di come quest'ultima abbia un ruolo rilevante nell'attività di consulenza, è opportuno utilizzare un approccio sperimentale per capire dove si orienta l'attitudine personale di ognuno di noi e per analizzare la relazione tra fiducia e alfabetizzazione finanziaria nel processo di affidamento dei propri investimenti ad un consulente.

I dati di questa indagine sono stati raccolti tramite la distribuzione di questionari, i quali erano stati utilizzati anche in occasione dell'evento pubblico promosso dall'Università Ca Foscari di Venezia, denominato “*Notte della Ricerca*”. La divulgazione dei questionari è avvenuta tramite il social network Facebook tra l'11 e il 18 Gennaio 2016.

#### **5.1.1 Il campione**

In totale sono stati raccolti 98 questionari (compilati da partecipanti anonimi e volontari) che rappresentano il *campione* di riferimento per la ricerca. In particolare, quest'ultimo si compone da 46 donne e 52 uomini con un'età compresa tra i 25 e 40 anni ed è caratterizzato soprattutto da studenti o già laureati.

Tabella 2 : *I partecipanti*

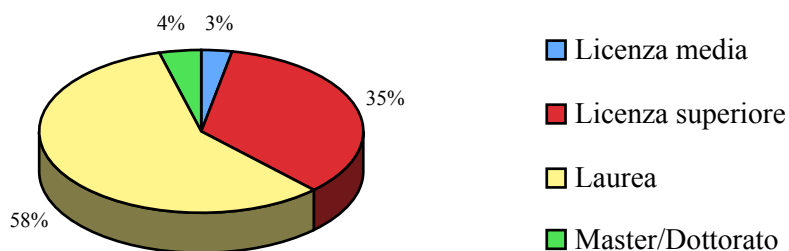
<b>Femmine</b>	<b>46</b>
<b>Maschi</b>	<b>52</b>
<b>Totale</b>	<b>98</b>

Fonte: *elaborazione personale*

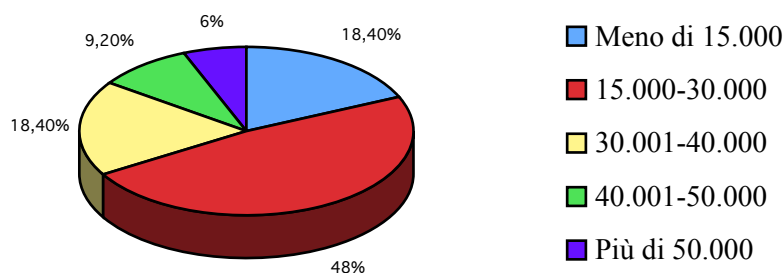
Il gruppo di partecipanti, quindi, è piuttosto giovane e più della metà è composto da soggetti che possiedono un livello alto di istruzione. La maggioranza del campione, infatti, è caratterizzata da studenti o da persone che possiedono una laurea e il loro reddito medio si aggira tra i 15.000 e i 30.000 euro.

Le seguenti figure riassumono il titolo di studio, il reddito, la professione e l'età del campione coinvolto nell'analisi empirica.

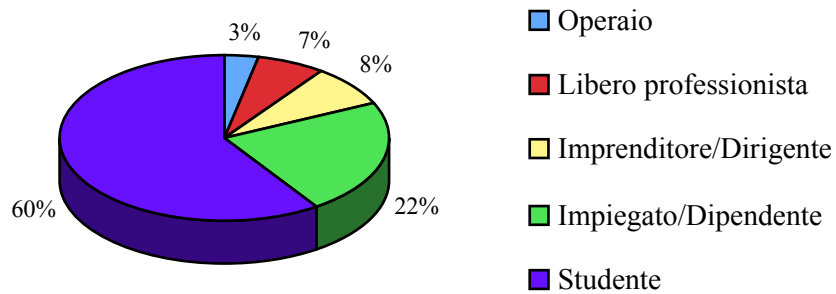
### Titolo di studio del campione



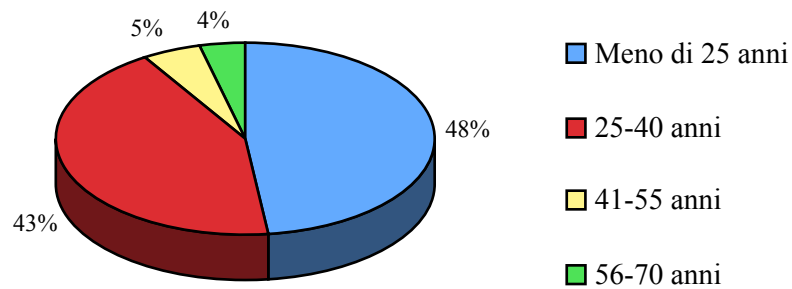
### Reddito del campione



### Professione del campione



### Età del campione



L'obiettivo dell'analisi empirica è di evidenziare i meccanismi che stanno alla base del processo di fiducia e cosa spinge un risparmiatore ad investire il proprio capitale tramite un consulente; l'esperimento eseguito ha natura ipotetica e si basa esclusivamente sul questionario, presentato ai partecipanti sul web.

Prima di analizzare in modo dettagliato cosa è emerso dalle risposte

registrate, è opportuno descrivere le varie parti del questionario; quest'ultimo si compone di tre parti, presentate ai partecipanti nello stesso ordine.

La prima sezione riguarda l'*alfabetizzazione finanziaria*, composta da un insieme di semplici quesiti, di natura economica e finanziaria, volti a testare quale sia il livello di educazione e di conoscenza delle persone coinvolte nella ricerca. Le domande sono state mutuare dalla letteratura, in particolare dagli studi di Annamaria Lusardi. Una seconda parte, la più importante, concerne invece un interessante *gioco di investimento* (Berg, 1995), il quale rappresenta un modo efficace e divertente per capire quale sia la propensione al rischio e la fiducia di ogni individuo quando si avvale di un servizio di consulenza; in particolare, i questionari non erano caratterizzati dallo stesso gioco di investimento: alcuni prevedevano che il soggetto che eseguiva il test conoscesse il tipo di consulente a cui stava facendo affidamento per investire i propri soldi (profili A, B e C), altri non erano a conoscenza delle caratteristiche personali del soggetto responsabile dell'investimento. Tecnicamente, questo implica la presenza di due trattamenti: un trattamento non informato e uno informato. Quest'ultimo, a sua volta, prevede anche la presenza di alcune domande in cui i partecipanti esprimono quale sia il livello di importanza (in una scala da 1 a 10) riguardo delle caratteristiche del consulente finanziario: esperienza, titolo di studio, flessibilità, appartenenza alla stessa rete bancaria.

Questa distinzione si è rivelata estremamente utile per capire quanto incida la conoscenza dettagliata del consulente finanziario nella decisione di affidare i propri soldi per un investimento.

Infine il questionario è formato da un'ultima parte riguardante la sfera "*socio-demografica*" dei soggetti coinvolti, caratterizzata da domande sulla fascia d'età, sul titolo di studio, sul sesso, sulla professione e sulla aderenza o meno al servizio di consulenza finanziaria.

## **5.2 L'alfabetizzazione finanziaria**

La serie di domande che compongono il questionario si apre con i quesiti relativi all'alfabetizzazione finanziaria, i quali mirano a verificare la conoscenza di alcuni temi base di finanza. Si tratta, nello specifico, di sei domande a risposta multipla, alle quali ogni soggetto impegnato nello svolgimento del questionario doveva rispondere in base alle proprie conoscenze in materie economiche e finanziarie.

La prima domanda riguarda la capitalizzazione degli interessi (interest compounding) su un deposito bancario che non viene toccato per 5 anni; la maggior parte del campione (86 su 98) ha risposto correttamente, quindi conosce il concetto di tasso di interesse bancario ed è consapevole che il deposito, qualora non venga toccato, aumenta nel corso degli anni.

La seconda domanda è simile a quella precedente, ma comprende anche il concetto di tasso di inflazione e, anche qui, 79 persone su 98 sono a conoscenza dell'incidenza del tasso di inflazione sui prezzi e sul potere d'acquisto.

Il terzo quesito affronta il tema del cambiamento di valore del denaro nel tempo ed è emerso che quasi la metà del campione (58 soggetti) preferisce ereditare 10.000 euro oggi piuttosto che tra 3 anni, mentre 32 soggetti hanno risposto che non cambia nulla possedere una somma di denaro oggi o in futuro.

La restante parte di domande sulla letteratura finanziaria è nettamente più specifica e testa le conoscenze sulle definizioni di mercato finanziario e funzione di esso, azioni, obbligazioni e diversificazione del rischio. Una volta che si è risposto a tutti i quesiti, il software comunica ai partecipanti la valutazione sul numero di risposte giuste fornite che rappresentano il livello di competenza finanziaria ottenuto dal giocatore.

In linea generale, circa 69 soggetti conoscono la funzione del mercato finanziario (70,41% soggetti), anche se in molti hanno risposto di non sapere quale sia. Per quanto riguarda i concetti di azione e obbligazione, la maggioranza dei giocatori è consapevole che acquistando azioni di una società si possiede una parte di essa e che acquistando obbligazioni si presta denaro alla società stessa. Infine, anche per il tema della diversificazione del rischio 80 persone sanno che la diversificazione comporta la diminuzione del rischio.

Dall'analisi sull'alfabetizzazione finanziaria è emerso che circa il 70% del campione ha risposto correttamente ai quesiti proposti, mentre la parte rimanente ha sbagliato la risposta o, nella maggioranza dei casi, non la conosceva.

L'approccio empirico relativo all'educazione finanziaria rappresenta la base per un'analisi che caratterizza gran parte della letteratura in economia e finanza. Molti studiosi, anche in tempi recenti, si sono sempre interrogati sulle cause della scarsa propensione all'investimento e una delle motivazioni più comuni riguarda un generale analfabetismo finanziario, cioè la mancata conoscenza di concetti base della finanza (Lusardi, 2011).

L'analfabetismo finanziario influenza inevitabilmente la qualità delle decisioni finanziarie poiché gli individui meno preparati in ambito finanziario ed economico investono poco nel mercato, diversificano poco il loro portafoglio di investimento, risparmiano di meno e, quindi, accumulano meno ricchezza.

Ecco perché i temi dell'alfabetizzazione finanziaria e della fiducia rivestono un ruolo fondamentale nel determinare il comportamento di investimento degli individui: l'alfabetizzazione finanziaria influenza la scelta del consulente finanziario.

### **5.3 Il gioco di investimento**

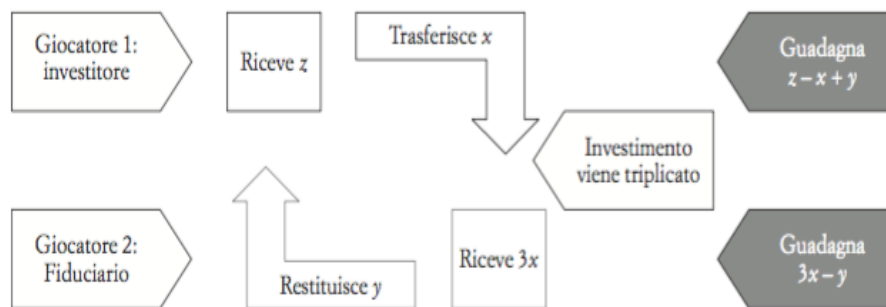
Il gioco d'investimento è un metodo per valutare l'effetto della competenza in campo finanziario sulla fiducia dimostrata da un risparmiatore verso il suo consulente finanziario, ed è basato sul classico *Trust Game* (Berg. *et al.* 1995). La teoria dei giochi si basa sullo studio di situazioni in cui l'utilità di un individuo dipende non solo dalle sue azioni, ma anche dalle azioni scelte dagli altri giocatori.

L'esperimento svolto riprende il gioco d'investimento descritto nell'articolo di *Caterina Cruciani, Gloria Gardenal e Anna Moretti* intitolato "*Fiducia e competenze finanziarie: un'analisi sperimentale*", ma si differenzia da esso per alcuni aspetti.

La struttura del gioco di investimento oggetto dell'articolo sopra citato è caratterizzata dalla presenza di due partecipanti; al primo viene affidata una somma di denaro ( $z$ ) che può decidere di investire in tutto o in parte ( $x$ ) affidandola ad un secondo giocatore (il consulente), oppure può decidere di tenerla interamente per sé. In caso di investimento, qualunque sia la cifra  $x$ , questa viene triplicata simulando gli effetti di un vero investimento. La cifra triplicata ( $3x$ ) viene trasferita al secondo giocatore, il quale può decidere autonomamente quanto trasferire ( $y$ ) al primo giocatore (il risparmiatore). Il guadagno del primo giocatore corrisponde alla somma tra la parte di denaro non investita e la parte restituita ( $z-x + y$ ), mentre il guadagno del secondo giocatore corrisponde al triplo della somma investita meno la somma restituita ( $3x - y$ ).

Il gioco di investimento appena descritto si può riassumere in questa figura:

*Figura 7: Struttura del gioco di investimento*



*Fonte: "Fiducia e competenze finanziarie: un'analisi sperimentale" di C. Cruciani, G. Gardenal, A. Moretti.*

Grazie alla sua semplicità, il gioco di investimento è in grado di evidenziare alcuni elementi importanti del processo di fiducia.

L'analisi empirica che caratterizza l'oggetto di questo capitolo si ispira molto all'articolo delle dottoresse Cruciani, Gardenal e Moretti, ma in alcuni punti si notano alcune differenze.

Per quanto riguarda il gioco d'investimento, il quale rappresenta la parte centrale della ricerca, nel questionario distribuito tra l'11 e il 18 Gennaio 2016 sono presenti due tipologie di trattamenti: uno informato e uno non informato.

Il primo (non informato) consiste nel decidere quanti soldi affidare ad un altro giocatore, il quale li userà in un investimento che renderà certamente 3 volte quanto sarà investito, proprio come il gioco di investimento dell'articolo sopra descritto. Il consulente finanziario può decidere di tenersi una parte del rendimento ma il risparmiatore non può sapere come si comporterà prima di stabilire quanti soldi investire. Questa tipologia di gioco d'investimento analizza la propensione delle persone ad investire il loro denaro quando non conoscono il consulente finanziario e non possono prevedere le sue intenzioni.

La distribuzione dei questionari è stata casuale ed è il software che ha stabilito a quanti partecipanti assegnare un tipo di trattamento o l'altro. Per quanto riguarda il trattamento "no-info", rispetto al totale dei questionari, la prima tipologia di gioco di investimento caratterizzava 25 test, circa un quarto del campione ha affrontato questa modalità. Osservando le risposte è emerso che 4 persone affiderebbero 1.000 euro dei loro risparmi ad un consulente finanziario che non conoscono, una persona ne affiderebbe 700 euro, 2 persone 600 euro, 9 persone (la maggioranza) 500 euro, 7 persone affiderebbero tra i 300 e 200 euro e due persone non investirebbero un centesimo del loro denaro.

Questo gioco d'investimento evidenzia, dunque, la propensione al rischio del campione considerato e, in linea di massima, i soggetti che hanno eseguito questo test hanno affidato un ammontare di trasferimento medio di circa 550 euro.

L'ammontare dell'investimento affidato al consulente finanziario viene generalmente utilizzato come misura della fiducia (*trust*) riposta in lui, mentre l'ammontare restituito al primo giocatore dopo l'investimento indica l'affidabilità

(*trustworthiness*) del secondo giocatore.

Nella letteratura sono presenti numerose repliche di questo tipo di gioco di investimento e gli studi hanno evidenziato che solo una minima parte dei partecipanti non fa alcun investimento, mentre una buona parte di coloro che ricevono il denaro tende a restituirne una parte (Johnson e Mislin, 2011); inoltre, questo esperimento evidenzia quali sono le ragioni che spingono un investitore a fidarsi e trasferire una parte del suo denaro ad un consulente finanziario. È opportuno specificare, per chiarezza, che il gioco di investimento puro (Berg.) prevederebbe, in equilibrio, che l'investitore non trasferisse nulla (immaginando che il consulente non restituirà niente per massimizzare la propria utilità). Gli esperimenti fatti, invece, dimostrano che c'è fiducia e che, quindi, una parte dell'investimento viene trasferita; se tanto o poco dipende dal livello di fiducia.

Il secondo trattamento è, invece, più complesso: la base di partenza è la stessa, nel senso che il consulente finanziario ipotetico otterrà un rendimento certo e corrispondente al triplo della somma investita e dovrà scegliere quanto restituire. Tuttavia, in questo caso, i profili di ipotetico consulente sono 3 e l'investitore, prima di trasferire la somma, deve esprimersi su quanto sarebbe disposto a consegnare a ciascuno. Sarà poi il software a decidere con quale dei 3 profili l'investitore dovrà giocare trasferendo la somma dichiarata prima di sapere con chi avrebbe investito. Ogni soggetto che partecipa al gioco possiede 1.000 euro ipotetici e dovrà investirli, nella misura che preferisce, con ciascun consulente.

I profili proposti sono:

- **Profilo Rosso:** consulente di 34 anni laureato nel 2012 in Economia e Finanza alla Bocconi di Milano, ha completato la sua formazione con un master in Finanza alla City University of London. Lavora da un anno per un'importante rete di consulenza finanziaria italiana, ha un rapporto di comunicazione costante con i suoi clienti tramite mail, telefonate, messaggi e chat.

- *Profilo blu*: consulente di 48 anni, laureato in Economia all'Università di Bologna; durante i suoi anni di lavoro ha avuto l'occasione di cambiare spesso istituzione di appartenenza, lavorando anche per le principali reti italiane. Da qualche mese è inserito in una delle principali reti di consulenza finanziaria italiana. Incontra i suoi clienti con regolarità ed è sempre disponibile per essere contattato via telefono per ogni eventualità.
- *Profilo bianco*: consulente di 56 anni che lavora da circa 30 anni nel settore bancario; da oltre 20 anni consiglia i clienti dell'istituto bancario in cui è impiegato (uno dei più importanti istituti italiani) come gestire i propri risparmi e investire il proprio denaro. Incontra i propri clienti nel proprio ufficio presso la banca ma è sempre disponibile ad andare incontro alle esigenze dei suoi clienti ed a organizzare incontri informativi e di aggiornamento sull'andamento degli investimenti.

Ogni giocatore, dunque, ha espresso la sua preferenza investendo una certa somma per ognuno dei profili proposti; la descrizione dettagliata dei consulenti è risultata lo strumento fondamentale per analizzare gli elementi su cui si basa la fiducia di ogni soggetto nel momento in cui deve decidere di investire i propri risparmi.

Tabella 3: *trattamento "info"- numero dei partecipanti che preferiscono affidare gran parte del loro denaro a uno solo dei tre profili o a due profili in ugual misura.*

	ROSSO	BLU	BIANCO	ROSSO E BLU	ROSSO E BIANCO	BLU E BIANCO
<b>N partecipanti al trattamento info</b>	<b>14</b>	<b>23</b>	<b>26</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>6</b>

Fonte: *elaborazione personale*

Osservando il denaro investito, è possibile suddividere il campione analizzato nel seguente modo: 14 giocatori hanno affidato la maggior parte del loro denaro disponibile al consulente **rosso**, 23 giocatori al consulente **blu** e 26 giocatori al consulente **bianco**.

La restante parte dei soggetti coinvolti nella ricerca non ha espresso una preferenza univoca per uno dei profili descritti, ma ha affidato ugual parte dei loro risparmi a due consulenti (ad esempio al profilo rosso e blu, o rosso e bianco o blu e bianco). In quest'ultimo caso, il numero maggiore di soggetti che ha preferito affidare il loro denaro a due consulenti in ugual parte, ha optato per il profilo blu e il profilo bianco, quindi si osserva un orientamento verso i professionisti con più esperienza lavorativa (sei partecipanti hanno preferito affidare la stessa quantità di denaro ai consulenti del profilo blu e bianco, due giocatori ai consulenti dei profili rosso e bianco e altrettanti due ai consulenti dei profili rosso e blu). Inoltre, la tendenza ad individuare due soggetti per investire i propri risparmi rappresenta un sintomo di scarsa fiducia verso un'unica persona e di poca propensione al rischio. La seguente tabella evidenzia chiaramente quanto denaro è stato affidato in media ai tre consulenti.

Tabella 4: *Media del denaro affidato ai 3 differenti consulenti finanziari*

	<b>Rosso</b>	<b>Blu</b>	<b>Bianco</b>
<b>Media del denaro affidato</b>	<b>276 euro</b>	<b>348 euro</b>	<b>341 euro</b>

Fonte : *elaborazione personale*

La parte più interessante di questo trattamento è proprio quella di

interpretare quale sia il consulente finanziario di cui la maggior parte dei soggetti coinvolti si fida di più; in particolare, il consulente laureato alla Bocconi in Economia e Finanza rispecchia il profilo meno scelto, mentre i consulenti che rispecchiano i profili blu e bianco, rispettivamente di 48 e 56 anni, sono stati scelti da più giocatori per gestire i loro soldi.

La spiegazione più plausibile di questo orientamento comune è legata all'importanza dell'esperienza lavorativa, la quale è sinonimo di sicurezza e di competenze maggiori in ambito finanziario. Un soggetto che vuole investire i propri risparmi si affida, quindi, più volentieri ad un impiegato di banca che lavora nel settore da più di 20 anni e che dimostra sempre la sua disponibilità per chiarimenti o aggiornamenti relativi alla situazione patrimoniale del suo cliente.

Il riscontro reale di questo fenomeno si osserva chiaramente dai risultati del gioco d'investimento, in quanto sei dei giocatori hanno optato per i profili blu e bianco (caratterizzati da maggiori anni di esperienza lavorativa rispetto al laureato alla Bocconi) e, analizzando questi ultimi, il consulente che rispecchiava il profilo bianco è stato scelto da più persone. Sembra, quindi, che la preparazione universitaria associata ad un master del consulente di 34 anni abbia un'influenza inferiore rispetto alla maturità lavorativa del professionista di 56 anni.

L'ultima parte del questionario si compone di una serie di domande che indagano sulle caratteristiche personali del campione di riferimento riguardanti l'età, il sesso, il titolo di studio, la professione, il reddito e alcune considerazioni sull'importanza di alcuni elementi del servizio di consulenza finanziaria.

Per quanto riguarda il sesso e l'età (come è stato rappresentato nei grafici in precedenza) i partecipanti al questionario si compongono di 46 donne e 52 uomini e, la maggioranza di loro, hanno un'età compresa tra i 25 e i 40 anni. Più della metà del campione possiede una laurea, mentre la parte restante possiede una licenza superiore; infatti, 53 partecipanti sui 100 totali sono studenti e 20 partecipanti sono dipendenti.

Per quanto riguarda il reddito, la metà dei giocatori appartiene ad una fascia di reddito compresa tra 15.000 e 30.000 euro e l'altra metà è circa divisa in

soggetti che appartengono ad una fascia di reddito inferiore ai 15.000 euro e compresa tra i 30.000 e i 40.000 euro.

Oltre a queste domande, inerenti soprattutto alla sfera personale di ogni individuo, sono presenti dei quesiti riguardanti l'attività di consulenza finanziaria che permettono di evidenziare le caratteristiche che influenzano un investitore durante il processo di fiducia.

In primo luogo, le persone coinvolte nel questionario che attualmente hanno un consulente finanziario sono 18, quindi la maggioranza del campione (78 soggetti) non si affida ad un consulente finanziario per la gestione del proprio patrimonio. Il questionario poi, presenta un set di domande relative al consulente e all'attribuzione di un punteggio da 1 a 10 ad alcune caratteristiche che lo definiscono.

Per quanto riguarda il *titolo di studio*, è emerso che gran parte dei soggetti coinvolti nel test ha attribuito un grado d'importanza pari a 7 e 8, il che significa che la preparazione scolastica e universitaria è sicuramente apprezzata, ma non sembra essere un elemento essenziale.

L'*esperienza*, invece, si colloca in cima alla scala (9 e 10 soprattutto) ed è considerata un elemento di fondamentale importanza da quasi tutti i partecipanti.

Anche la *flessibilità* negli orari e negli incontri col proprio consulente finanziario si è rivelata una caratteristica essenziale, infatti la prevalenza delle risposte si aggira intorno al livello 8 e 10 della scala.

Infine, la *permanenza nella stessa rete bancaria* non si è dimostrata una qualità rilevante nel servizio di consulenza; infatti, un buon numero del campione ha attribuito il grado 5 a questa caratteristica.

Tabella 5: *media dei punteggi affidati a ciascuna caratteristica*

<b><i>Caratteristiche del consulente finanziario</i></b>	<b><i>Grado di importanza in una scala da 1 a 10 (media)</i></b>
<b>Titolo di studio</b>	<b>8</b>
<b>Esperienza</b>	<b>10</b>
<b>Flessibilità</b>	<b>9</b>
<b>Permanenza nella stessa rete bancaria</b>	<b>7</b>

Fonte: *elaborazione personale*

### **5.3.1 Risultati**

In totale, sono stati coinvolti nell'esperimento 98 partecipanti, durante la seconda settimana di Gennaio 2016 (dall'11 al 18). I grafici precedenti hanno mostrato che il campione è caratterizzato da soggetti giovani, la maggior parte dei quali possiede una laurea o è studente (60% di studenti) e presentano redditi medio-bassi (tra i 15.00 e i 30.000 euro). La quota dei lavoratori dipendenti non è preponderante, raggiunge infatti il 22% del totale dei partecipanti.

Lo scopo principale della ricerca è capire se avere informazioni riguardo le caratteristiche del consulente possa avere un'influenza sul livello di fiducia riposta in esso. Per eseguire l'esperimento sono stati proposti due tipologie di trattamento: 25 persone hanno partecipato al trattamento "senza informazioni", nel quale non veniva fornita alcuna informazione riguardo il livello di esperienza del consulente; 73 persone hanno partecipato al trattamento in cui venivano presentati tre profili differenti di consulente finanziario (rosso, blu, bianco) e i

giocatori hanno scelto a quale dei tre affidare in misura maggiore il loro denaro.

Per approfondire l'analisi della fiducia che un investitore ripone in un consulente sono state proposte alcune domande dove i partecipanti esprimevano il loro grado di importanza riguardo delle qualità che il professionista deve possedere nello svolgimento del servizio di consulenza.

La fiducia e la consulenza finanziaria sono due tematiche intrinsecamente collegate e l'una non può sussistere in assenza dell'altra. Non può esistere un servizio di consulenza finanziaria che non si basa su rapporti fiduciari.

L'elemento essenziale per un individuo che ha intenzione di affidare la gestione dei suoi risparmi ad un altro soggetto è la fiducia reciproca, la quale si manifesta in numerosi aspetti e qualità personali.

Il tema della fiducia riveste, in letteratura, un ruolo rilevante nell'ambito degli investimenti finanziari, anche se rimane un campo sempre difficile da analizzare. I risultati di questa analisi empirica evidenziano che avere informazioni sul consulente finanziario abbia un effetto sul livello di fiducia dell'investitore.

La ricerca svolta, inoltre, ci permette di capire su quali elementi si basa la fiducia dal punto di vista economico-finanziario e, in modo particolare, nell'attività di consulenza finanziaria.

Un primo aspetto importante da considerare è l'alfabetizzazione finanziaria; dall'indagine è emerso che da una parte alcune persone sono a conoscenza di concetti basilari di economia e finanza, quindi la padronanza di determinati concetti può essere sintomo di sicurezza nell'intraprendere una relazione con un professionista in ambito finanziario. Dall'altra parte, la ricerca ha evidenziato che l'educazione finanziaria non è molto diffusa ed è necessario conoscere i principi base di economia e finanza per potersi comportare da consumatori o risparmiatori. È fondamentale una conoscenza molto più diffusa delle tematiche che si possono presentare nelle decisioni più frequenti, come inflazione, rendimento e rischio, strumenti di pagamento, costi, opportunità.

Se un individuo comprende questi concetti ed è capace di applicarli nella

partica si costruisce la migliore autodifesa di cui qualsiasi risparmiatore può dotarsi e si apre mentalmente nell'istaurare con più facilità rapporti fiduciari con un consulente finanziario.

Un secondo aspetto che caratterizza il concetto di fiducia riguarda il valore di tutti gli elementi che la compongono. L'analisi svolta ha rilevato quali sono le caratteristiche di un professionista che trasmettono fiducia ad un risparmiatore e l'*esperienza* rappresenta la qualità principale. Avere alle spalle anni di lavoro è sinonimo di buona conoscenza della materia, affidabilità e capacità, qualità che la maggior parte delle persone osservano prima di intraprendere relazioni di lavoro con un consulente finanziario.

Il *titolo di studio* non è una caratteristica da non valutare: ha avuto meno successo dell'*esperienza*, in quanto il risultato del gioco di investimento ha evidenziato una netta preferenza per il consulente finanziario più anziano, ma questo non significa che la preparazione universitaria abbia un ruolo irrilevante nella visione d'insieme di un consulente.

Il questionario, nonostante sia stato compilato nella maggior parte da studenti o comunque da persone laureate, ha evidenziato un orientamento comune verso il ruolo essenziale della competenza pratica di un individuo intesa come abilità, maturità e bravura nello svolgere il proprio lavoro, qualità queste ultime che si sono sviluppate nel tempo e sono consolidate grazie ad anni e anni di esperienza.

Una riflessione importante per delineare il risultato principale di questa ricerca è la seguente: fornire informazioni sul consulente finanziario sembra indurre gli investitori a partecipare con piacere al mercato finanziario ed a investire quindi i loro risparmi; il non avere informazioni è risultato un elemento di sfiducia, in quanto i risparmiatori hanno preferito non investire il loro denaro o investire una minima parte.

### 5.3.2 Fiducia: analisi e test delle ipotesi

Gli obiettivi principali di questo esperimento sono due: il primo è capire se avere informazioni sul consulente finanziario possa influenzare la fiducia in esso riposta; il secondo è analizzare le caratteristiche dei tre profili di consulente finanziario e osservare quali elementi di ciascuno risultano essenziali per instaurare un rapporto fiduciario tra investitore e professionista. Per questo motivo la ricerca è composta da due diversi trattamenti e 25 giocatori hanno partecipato al trattamento “non informati”, mentre 73 giocatori a quello “informati”.

L’ipotesi testata dall’esperimento è  $H_0$ , la quale prevede che i dati confrontati vengano dalla stessa popolazione. L’ipotesi alternativa è  $H_1$ , la quale rappresenta l’ipotesi che si accetta come vera nel momento in cui si rifiuta l’ipotesi  $H_0$  testata. Per eseguire questo tipo di analisi empirica ed econometrica è stato utilizzato il Test di Wilcoxon<sup>5</sup> (tramite il programma Matlab<sup>6</sup>).

Tramite il Test di Wilcoxon è stato ricavato il test *pvalue*, il valore fondamentale da osservare per ottenere il risultato dell’analisi; se il *pvalue* è minore di 0,05, viene rifiutata l’ipotesi  $H_0$ . Ciò significa che se quest’ultima viene rigettata, si può concludere che ci sia effettivamente diversità nei due trattamenti e quindi conoscere il profilo e le caratteristiche del consulente finanziario è determinante nell’istaurare un rapporto di fiducia tra risparmiatore e consulente finanziario. Se, invece, il *pvalue* è maggiore di 0,05 accetto  $H_0$  e concludo che i

---

<sup>5</sup> Il test di Wilcoxon (Wilcoxon 1945) è un test non parametrico il cui scopo è identificare se due serie di dati possono provenire da una stessa distribuzione. L’ipotesi testata è che le due serie di dati siano statisticamente differenti e viene rigettata quando il valore del test *p-value* è superiore allo 0,10. In caso l’ipotesi venga rigettata, si può concludere che le due serie di dati possono essere trattate come se provenissero dalla stessa distribuzione. L’utilizzo di test non parametrici è frequente in caso di lavori sperimentali poiché il numero limitato di osservazioni e le caratteristiche di questi dati inficiano la validità delle ipotesi alla base dei più comuni test parametrici.

<sup>6</sup> `p = ranksum(x,y)` returns the *p*-value of a two-sided [Wilcoxon rank sum test](#). `ranksum` tests the null hypothesis that data in `x` and `y` are samples from continuous distributions with equal medians, against the alternative that they are not.

dati non sono diversi.

I dati ricavati dal nostro test sono riportati nella seguente tabella, la quale rappresenta il risultato del test *pvalue* per i dati relativi al trattamento “info” e al trattamento “non-info”:

<i>H</i>	<i>Pvalue</i>
<i>0</i>	<i>0,0032</i>

Dato che il *pvalue* è uguale a 0,0032 viene rifiutata l’ipotesi testata in quanto il valore è minore di 0,05. Rifiutando  $H_0$ , dunque, ammetto che ci sia diversità tra i due trattamenti. Confrontando, inoltre, le medie dei due gruppi di dati utilizzati (“info” e “non info”) è emerso che la media dei trasferimenti dei partecipanti al trattamento “non info” è 489 euro, mentre quella dei partecipanti al trattamento “info” è 323 (considerando però, che coloro che hanno partecipato al gioco “informati” avevano un denaro massimo di 1000 euro da poter affidare ai tre consulenti differenti).

Per completezza, l’analisi è stata eseguita non solo con i dati relativi ai giochi di investimento “info” e “non info”, ma anche con i dati relativi alla preferenza dei partecipanti riguardo i tre profili di consulente finanziario descritti nel trattamento “info”. In questa parte l’esperimento si basa sulle stesse ipotesi sopra descritte: i dati relativi al gioco di investimento “info” vengono suddivisi in base alle preferenze dei partecipanti verso il profilo rosso (giovane neolaureato con pochi anni di esperienza), il profilo blu (consulente di media età che ha lavorato per diverse istituzioni finanziarie) o il profilo bianco (consulente finanziario che lavora da 20 anni nella medesima rete bancaria) e vengono confrontati con i dati corrispondenti al trattamento “non info”.

I dati ricavati dal test sono riportati nella seguente tabella.

Tabella 5: confronto tra i dati del trattamento “non info” e i dati che esprimono le preferenze nell’affidare il denaro a uno dei tre profili di consulente.

	<i>H</i>	<i>P VALUE</i>
<b><i>PROFILO ROSSO</i></b>	<b><i>0</i></b>	<b><i>3,4631</i></b>
<b><i>PROFILO BLU</i></b>	<b><i>0</i></b>	<b><i>0,0109</i></b>
<b><i>PROFILO BIANCO</i></b>	<b><i>0</i></b>	<b><i>0,0064</i></b>

Fonte: *elaborazione personale*

Il test di Wilcoxon evidenzia, in primo luogo, un test *pvalue* molto alto e superiore a 0,05 (*pvalue*: 3,4631) per quando riguarda l’analisi dei dati relativi al profilo rosso. Ciò significa che si accetta l’ipotesi testata e si ammette che, in questo caso, la fiducia riposta tra un consulente finanziario “sconosciuto” e il consulente rappresentato dal profilo rosso sia la stessa (non c’è diversità tra questi trattamenti).

Per quanto riguarda il profilo blu e bianco, l’analisi ha evidenziato un risultato diverso: i *pvalue* sono rispettivamente 0,0109 e 0,0064, entrambi inferiori a 0,05, quindi in questi casi viene rifiutata l’ipotesi di diversità dei trattamenti.

### **5.3.3 Discussione dei risultati e conclusione**

Questa ricerca ha lo scopo di osservare, attraverso un’analisi sperimentale, due ipotesi principali: (1) avere informazioni sul consulente influenza

significativamente la fiducia dell'investitore; (2) quanto siano influenti nella fiducia dell'investitore le caratteristiche specifiche riguardo titolo di studio, esperienza e flessibilità del consulente finanziario.

È stato osservato che avere informazioni sul consulente finanziario sia decisamente un indice di fiducia rispetto a non averne; inoltre, l'esperimento ha evidenziato che risulta più affidabile il trasferimento del proprio denaro ad un consulente finanziario con molta esperienza di lavoro alle spalle, rispetto che ad un consulente con un buon titolo di studio, ma con poca esperienza.

La letteratura ha sempre dimostrato che il tema della fiducia ha un ruolo rilevante negli investimenti finanziari, ma rimane comunque un tema di difficile interpretazione sia a livello economico, sia dal punto di vista normativo. I processi fiduciari sono mediati da norme sociali diverse ed è fondamentale capire in che modo deve essere presentata la figura del consulente finanziario per acquistare maggiore fiducia.

La ricerca è risultata utile per capire che la partecipazione al mercato finanziario è strettamente influenzata dalla professionalità del consulente finanziario e la fiducia risulta essere un processo di valutazione della professionalità stessa.

## Appendice

Questionario Notte della ricerca 2015 distribuito per l'analisi empirica.

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 esitare 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 gioco che 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)

## BIBLIOGRAFIA

*Cooperazione, fiducia e capitale sociale. Elementi per una teoria del mutamento sociale.* Massimo Pendenza, Liguori editore, 2000.

*I paradossi della fiducia. Scelte razionali e dinamiche interpersonali.* Vittorio Pelligra, il Mulino, 2007.

*Il promotore finanziario.* Angela Chieppa Maggi, Cacucci Editore, 2003.

*Mandato fiducia e trust, esperienze a confronto.* Francesco Alcaro, Raffaele Tommasini, Giuffrè editore, 2003.

*Il negozio fiduciario.* N. Lipari, Milano, 1980

*La guida del Sole 24 ore alla Consulenza finanziaria indipendente.* C. Armellini, L. Mainò, G. Romano, Il Sole 24 ore, 2008.

*Banca-Impresa, dal finanziamento alla consulenza.* E. Cenderelli, G. Giappichelli Editore-Torino, 2000.

*La fiducia secondo i linguaggi del potere.* Prodi Paolo. Il Mulino, 2007.

*Le strategie della fiducia : indagini sulla razionalità della cooperazione.* Gambetta Diego, Panzieri Davide. G, Einaudi, 1989.

*Le banche e l'advisoring nella finanza straordinaria : business e fattori di*

*critici di successo nelle operazioni di quotazione in borsa, mergers & acquisitions, capitale per lo sviluppo e project finance.* Zara Claudio, Capizzi Vincenzo, Berruti Federico. Bancaria, 2001.

*Il mercato finanziario internazionale: caratteristiche strutturali e funzionali e partecipazione italiana.* Paci Sergio, A. Giuffrè ed., 1972.

*Il planning della finanza personale, investimento finanziario e assicurazioni, guida operativa per il consulente.* F. Miglioli, G. Megale, S. Sorgi, Il Sole 24 ore, 2001.

*Il valore della consulenza finanziaria,* di Massimo Scolari, Hedge Fund & Alternative Investment Strategy, Reserch Unit Università di Siena, 2007.

*La fiducia nelle società post-comuniste : una risorsa scomparsa.* Sztompka Piotr, Jedlowski Paolo. Rubbettino, 1996.

*Finanza comportamentale e gestione del rischio.* Ugo Rigoni, G. Giappichelli editore, 2006.

*Consulenza finanziaria e ottimizzazione di portafoglio. Come gestire la relazione con l'investitore in tempo di crisi.* Pacelli Vincenzo, Bancaria Editrice, 2014.

*Professione mediatore creditizio. Disciplina e operatività.* Masullo Stefano, M. Mattia Lettieri. Casini, 2009

*Morningstar, scegliere un consulente finanziario in sei passi,* Mark Miller,

2012.

*Quaderni di finanza, studi e ricerche.* M. Gentile, N. Linciano, G. Siciliano, Consob, 2006.

*Manuale del risparmio gestito, la produzione e la distribuzione dei servizi per i risparmiatori, il mercato, i prodotti, la telematica, internet e la normativa.* Fernando Metelli, il Sole 24 ore, 2000.

*La mente finanziaria.* Ferretti R., Rubaltelli E., & Rumaiti R. LaIl Mulino Editore, 2011.

*Behavioral Finance and Wealth Management.* Pompian M. John Wiley & Sons (Hoboken, NJ), 2012.

*Behavioural Finance: Insights into Irrational Minds and Markets.* Montier J. John Wiley and Sons (Hoboken, NJ), 2002.

*Le famiglie e il risparmio gestito,* Relazione della Consob per l'anno 2013.

*Psicologia e investimenti finanziari, come la finanza comportamentale aiuta a capire le scelte di investimento.* Paolo Legrenzi, Il Sole 24ore, 2006.

*Finanza comportamentale e formazione dei consulenti finanziari.* Legrenzi Paolo, Sviluppo & Organizzazione, 2006.

*Finanza comportamentale. Un approccio alternativo per risparmio e investimenti.* Rigoni U., Cervellati E. M. Brown Editore Spa, 2011.

*Manuale del consulente finanziario indipendente.* Cesare Armellini, Luca Maino', Giuseppe Romano. Il sole 24 ore, 2006.

*La Consob e la regolazione dei mercati finanziari.* F. Cavazzuti, Maggio 2000.

*Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale.* Linciano, N, Quaderno di Finanza, 2010, gennaio, n. 66.

*Consulenza e tolleranza al rischio: vantaggi e limiti dell'auto-profilazione,* Lucarelli C., in M. Oriani e B. Zanaboni, *La consulenza finanziaria,* Milano, Il Sole24Ore.

*Risk Tolerance in Financial Decision Making. The economics and the neuroscience perspective.* Lucarelli C., G. Brighetti. Palgrave Macmillan, 2010.

*Finanza aziendale comportamentale : decisioni per creare valore.* Shefrin Hersh, Cervellati Enrico Maria. Apogeo, 2007.

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

*Fiducia.* V. Pelligra in L. Bruni, S. Zamagni, *Dizionario di Economia Civile.* Città Nuova, 2009.

*Trust and Antitrust.* A. Baier, in «Ethics», 96 (1986), pp. 231-260.

*Teoria Economica e Relazioni Interpersonali.* P. Sacco, S. Zamagni il Mulino, 2006.

Ottaviani, M. (2000), *The economics of Advice*, [www.citeseerx.ist.psu.edu](http://www.citeseerx.ist.psu.edu).

*Teoria dei giochi*. Robert Gibbons, Il Mulino, 2005.

Berg J. - Dickhaut J. - McCabe K. (1995), *Trust, Reciprocity, and Social History*, in «Games and Economic Behavior»

Collins J.M. (2010), *A Review of Financial Advice Models and the Take-Up of Financial Advice*, Center for Financial Security Working Paper n. 10-5, [http://www.cfs.wisc.edu/papers/Collins2010\\_FinancialAdvicePaper.pdf](http://www.cfs.wisc.edu/papers/Collins2010_FinancialAdvicePaper.pdf).

Lusardi A. - Mitchell O.S. (2006), *Financial Literacy and Planning: Implications for Retirement Wellbeing*, PRC Working Paper n. 1/2006.

Lusardi A. - Mitchell O.S. (2008), *Planning and Financial Literacy: How Do Women Fare?*, in «American Economic Review», n. 98, pp. 413-417.

Calcagno R. - Monticone C. (2014), *Financial Literacy and the Demand for Financial Advice*, in «Journal of Banking & Finance», 50, pp. 363-380.

Monticone C. (2010), *Financial Literacy, Trust and Financial Advice*, Working Paper.

Wilcoxon F. (1945), *Individual Comparisons by Ranking Methods*, in «Biometrics Bulletin», vol. 1, n. 6, pp. 80-83.

Cox J.C. (2004), *How to Identify Trust and Reciprocity*, in «Games and Economic Behavior», vol. 46, n. 2, pp. 260-281.

