



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale
in
Economia e Finanza

Tesi di Laurea

**Il paradosso italiano degli investimenti
sostenibili: valori, consulenza e
informazione nel divario tra preferenze
dichiarate e scelte effettive**

Relatrice
Prof.ssa Caterina Cruciani

Laureando
Alberto Ferronato
Matricola 889279

Anno Accademico
2025 / 2026

A quel bambino lì.

Dichiarazione del ricorso a strumenti di Intelligenza Artificiale (IA)

Il sottoscritto Alberto Ferronato, matricola numero 889279, iscritto presso Ca' Foscari al corso di Laurea magistrale in Economia e Finanza, autore della tesi "Il paradosso italiano degli investimenti sostenibili: valori, consulenza e informazione nel divario tra preferenze dichiarate e scelte effettive", relatrice prof.ssa Caterina Cruciani, consapevole delle sanzioni previste dall'art. 76 del Testo unico, D.P.R. 28/12/2000 n.445, e della decadenza dei benefici prevista dall'art. 75 del medesimo Testo unico in caso di dichiarazioni false o mendaci, sotto la propria personale responsabilità ai sensi degli artt. 46 e 47 del D.P.R. 28/12/2000 n. 445,

DICHIARA

di aver fatto ricorso a tecnologie di intelligenza artificiale generativa per supportare vari aspetti della ricerca e della scrittura della sua tesi di laurea, in particolare:

- Claude Fable 5.1, versione rilasciata a settembre 2026;
- Claude Fable 5, versione rilasciata a giugno 2026;
- Claude Opus 5.5, versione rilasciata a settembre 2026;
- Claude Opus 5, versione rilasciata a luglio 2026;
- Claude Opus 4.6, versione rilasciata a febbraio 2026.

Nella fase di revisione della letteratura, questi strumenti sono stati impiegati come supporto per individuare fonti accademiche attendibili sui temi trattati. Tutte le fonti citate sono state lette, verificate e rielaborate personalmente dal sottoscritto. In fase di stesura, gli strumenti sono stati utilizzati in ciascuno dei capitoli per migliorare la struttura, la sintassi e la scorrevolezza del testo. Al termine del lavoro sono stati impiegati per un controllo finale volto a individuare errori di battitura e refusi.

Nel capitolo empirico, l'intelligenza artificiale è stata utilizzata come supporto nella scrittura del codice Stata per l'analisi dei dati. Il codice è stato poi verificato, adattato ed eseguito dal sottoscritto, che ha curato personalmente l'interpretazione dei risultati.

In nessun caso gli strumenti citati hanno sostituito il lavoro di analisi, di elaborazione critica e di scrittura del sottoscritto, che resta l'unico responsabile dei contenuti dell'elaborato.

DICHIARA INOLTRE

che tutto il materiale generato dall'IA è stato attentamente verificato, rivisto e rielaborato dall'autore, che si assume la piena responsabilità per la qualità, l'accuratezza e l'integrità scientifica del lavoro.

Indice

Introduzione.....	1
Capitolo I – La domanda di investimenti sostenibili: preferenze, bias ed educazione finanziaria dell'investitore retail	7
Introduzione.....	7
1.1 La formazione delle preferenze ESG: valori, identità e motivazioni	8
1.2 Preferenze dichiarate e scelte effettive: l'anatomia di un divario	13
1.3 Errori di ragionamento, errori di preferenza: due categorie, due risposte.....	15
1.4 I bias cognitivi che ostacolano l'investimento sostenibile.....	18
1.5 L'educazione finanziaria come attributo del cliente.....	24
Capitolo II – L'offerta consulenziale: fiducia, greenwashing e framing nella relazione con l'investitore retail	27
Introduzione.....	27
2.1 La fiducia come variabile critica nell'investimento sostenibile.....	27
2.2 Il greenwashing come distorsione della fiducia	31
2.3 Il framing effect: come la presentazione dell'informazione modifica le scelte ESG.....	36
2.4 Il ruolo prescrittivo del consulente: tra correzione dei bias e rispetto delle preferenze	40
2.5 I limiti dell'approccio prescrittivo: quando la consulenza fallisce	42
2.6 Il consulente come rivelatore di preferenze latenti.....	45
Capitolo III – L'analisi empirica: consulente, valori e credenze nell'adozione degli investimenti sostenibili.....	49
Introduzione.....	49
3.1 I dati e il disegno della rilevazione.....	50
3.2 Le variabili dell'analisi.....	52
3.3 Il campione: il ritratto descrittivo	58
3.4 Il problema empirico e le ipotesi di ricerca	64
3.5 La verifica dell'esperimento: bilanciamento e manipolazione.....	66
3.6 Prima ipotesi: il consulente e i valori	67

3.7	Seconda ipotesi: la fiducia nella relazione	75
3.8	Terza ipotesi: la manipolazione	80
3.9	Il dire e il fare: la ricomposizione del paradosso.....	82
3.10	Conclusioni del capitolo	85
Conclusioni.....		89
Bibliografia.....		97
Appendice.....		105

Introduzione

Dall'agosto del 2022 un risparmiatore italiano che si rivolga a un consulente finanziario deve essere interrogato sulle proprie preferenze in materia di sostenibilità. Non è una cortesia professionale né un'iniziativa commerciale, ma un obbligo che deriva dalla disciplina europea sui servizi di investimento¹, ultimo tassello di un disegno avviato dal Piano d'azione della Commissione europea per la finanza sostenibile del marzo 2018, il quale affida all'informativa il compito di rendere riconoscibili i prodotti sostenibili e alla profilatura quello di far emergere le preferenze degli investitori².

In un contesto simile, sarebbe coerente aspettarsi una diffusione crescente degli investimenti sostenibili nei portafogli dei risparmiatori. Tuttavia, lo scenario che emerge dalle rilevazioni differisce da quello atteso. Le indagini CONSOB, infatti, documentano un interesse in crescita dal 60% al 74% tra il 2019 e il 2021, a fronte di una quota di detentori ferma intorno al 6%³. L'edizione basata sull'indagine del 2022 rileva un possesso dell'11%, che sale al 17% in presenza di un consulente⁴, mentre quella più recente, condotta nel 2024, registra un interesse pari al 50% e un possesso salito al 20%, più marcato, anche in questo caso, tra gli investitori assistiti da un professionista⁵. Le stime variano da un'edizione all'altra in quanto risentono della composizione del campione e della formulazione del quesito, sicché ciò che resta stabile non è l'ampiezza precisa del divario, bensì la sua esistenza e la sua direzione. È a questa distanza persistente a cui in queste pagine si farà riferimento con l'espressione di “paradosso italiano”.

¹ Regolamento delegato (UE) 2021/1253 della Commissione, del 21 aprile 2021, che modifica il regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento. Applicabile dal 2 agosto 2022.

² Consob, *Il Piano di azione per la finanza sostenibile*, sezione Finanza sostenibile del sito istituzionale.

³ Costa, D., Gentile, M., & Linciano, N. (2022). *Interest in sustainable investments: A characterisation exercise of Italian investors based on Consob surveys* (Consob Sustainable Finance Series No. 3). Consob.

⁴ Consob (2022). *Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane*.

⁵ Deriu, P. (a cura di), Colonnello, D., Costa, D., Gentile, M., & Soccorso, P. (2024). *Rapporto 2024 sulle scelte di investimento delle famiglie italiane. Focus investitori*. Consob.

Questa distanza non riguarda solamente il comportamento degli investitori, poiché mette in discussione il presupposto su cui poggia l'intero impianto europeo. Il Piano d'azione muove infatti dalla constatazione che il raggiungimento dei traguardi climatici ed energetici europei richiede investimenti ben superiori a quelli attualmente in corso, con un fabbisogno aggiuntivo stimato in circa 180 miliardi di euro all'anno fino al 2030⁶, sicché colmarlo richiede di mobilitare capitale privato. Rivolgendosi anche ai risparmiatori individuali, il disegno europeo assume quindi che una preferenza dichiarata si traduca, prima o poi, in una scelta di portafoglio. Una preferenza dichiarata ma non tradotta in una scelta concreta non muove però alcun capitale, e per il funzionamento del disegno vale quanto una preferenza inesistente. Se la traduzione si inceppa, l'impianto normativo manca il proprio bersaglio pur avendo funzionato in ciascuno dei suoi passaggi formali.

Prima di cercare altrove le ragioni del divario, conviene verificare le due spiegazioni più immediate, entrambe destinate a rivelarsi insufficienti.

La prima attribuirebbe il divario ad una carenza dell'offerta, ossia all'ipotesi che gli investitori non sottoscrivano prodotti sostenibili perché difficilmente accessibili. Tuttavia, questa ipotesi non trova riscontro, in quanto i prodotti sostenibili sono oggi ampiamente distribuiti dalle reti bancarie e dalle società di consulenza finanziaria, e in Europa rappresentano ormai circa un quinto dell'universo dei fondi aperti e degli ETF⁷.

La seconda attribuirebbe il divario a un vuoto normativo, ossia all'ipotesi che il tema non raggiunga l'investitore perché nessuno è tenuto a sottoporglielo. Nemmeno questa ipotesi regge, poiché la normativa esiste e opera su entrambi i versanti: impone infatti ai gestori di dichiarare in che modo i fattori di sostenibilità entrino nelle scelte di investimento⁸ e obbliga l'intermediario a interrogare il cliente sulle proprie preferenze. Tuttavia, si può osservare come l'adempimento formale non garantisca l'esito sostanziale. Infatti, nell'indagine CONSOB del 2022 soltanto il 6% degli intervistati sapeva definire correttamente nozioni come greenwashing, fattori ESG, investimenti sostenibili e green

⁶ Commissione europea, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, COM(2018) 97 final, 8 marzo 2018, par. 1.1. La stima del divario di investimenti è riferita agli obiettivi climatici ed energetici dell'Unione al 2030.

⁷ Morningstar (2026). *Global Sustainable Fund Flows*, dati al quarto trimestre 2025.

⁸ Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 novembre 2019, relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, applicabile dal 10 marzo 2021.

bond⁹, per cui se una quota tanto ampia di investitori non è in grado di definire un investimento sostenibile, la normativa difficilmente potrà produrre l'esito che il legislatore si attendeva.

Dunque, se il divario non dipende né dalla disponibilità del prodotto né dall'assenza di un obbligo, le sue ragioni vanno cercate nel momento in cui la scelta si forma. L'Italia offre un terreno di osservazione particolarmente adatto a studiare quel passaggio, per una ragione che riguarda il modo in cui il risparmio delle famiglie arriva ai mercati. Infatti, la quota di investitori che dispone di un consulente o di un referente per le proprie scelte è elevata, e il prodotto raggiunge l'investitore soprattutto attraverso il collocamento¹⁰. La decisione di sottoscrivere matura quindi spesso all'interno di una relazione, il che rende osservabile non soltanto l'investitore, ma anche il canale attraverso cui la scelta prende forma. Osservare l'uno senza l'altro significherebbe cogliere metà del fenomeno, e attribuire alle inclinazioni dell'investitore un esito a cui concorre anche il suo consulente.

Queste pagine si propongono di indagare il meccanismo che conduce all'adozione di prodotti sostenibili, individuando i fattori che la favoriscono e il ruolo che vi svolge la figura consulenziale. L'ipotesi che orienta l'indagine è che il divario dipenda non tanto dalla debolezza delle preferenze, quanto dalla difficoltà di tradurle in una scelta di portafoglio. Se così fosse, l'adozione dovrebbe risultare più diffusa tra gli investitori che dispongono di un consulente, e ciò renderebbe la relazione consulenziale il luogo in cui conviene cercare le condizioni che rendono possibile quella traduzione.

Su questo terreno la ricerca ha stabilito con buona solidità che le preferenze di sostenibilità degli investitori al dettaglio sono reali e non riducibili a dichiarazioni di comodo¹¹, che il divario tra preferenze dichiarate e scelte effettive è ampio e documentato in più paesi, e che la consulenza finanziaria incide sulla partecipazione ai mercati e sulla composizione dei portafogli, sia attraverso la fiducia che il cliente ripone nel proprio consulente¹², sia attraverso abitudini del professionista che pesano sui portafogli più delle

⁹ Consob (2022). Op. cit.

¹⁰ Deriu et al. (2024). Op. cit.

¹¹ Bauer, R., Ruof, T., & Smeets, P. (2021). Get real! Individuals prefer more sustainable investments. *The Review of Financial Studies*, 34(8), 3976–4043.

¹² Gennaioli, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (2015). Money doctors. *The Journal of Finance*, 70(1), 91–114.

preferenze, o caratteristiche, del cliente¹³. Restano meno esplorate tre questioni, che sono anche le domande a cui questo lavoro cerca di rispondere. La prima riguarda il rapporto tra consulenza e convinzioni personali, perché sapere che entrambe contano non dice se il consulente amplifichi una motivazione già presente, ne compensi l'assenza o agisca lungo un canale indipendente, e distinguere le tre ipotesi richiede di stimarne esplicitamente l'interazione. La seconda riguarda ciò che accade dentro la relazione, ossia quale dei suoi elementi, dalla fiducia dichiarata alla frequenza del contatto e all'apprendimento che ne deriva, si accompagni all'adozione di prodotti sostenibili. La terza, infine, riguarda il ruolo dell'informazione, e muove dall'interrogativo se l'esposizione a un contenuto informativo agisca con la medesima intensità sull'orientamento dichiarato dell'investitore e sulle sue convinzioni circa gli attributi dei prodotti.

Il contributo di questo lavoro consiste nell'affrontare le tre questioni sullo stesso campione, affiancando ad una componente osservazionale, ricca di misure sui valori e sulla relazione di consulenza, una manipolazione sperimentale. Le risposte poggiano sui dati della seconda rilevazione dell'indagine GRINS, condotta nel 2025 su 1.217 investitori italiani, all'interno della quale i rispondenti sono assegnati in modo casuale a notizie diverse sugli investimenti sostenibili. Poiché i testi sono assegnati in modo casuale, le differenze che ne emergono si possono attribuire con sicurezza a ciò che il rispondente ha letto. Gli altri risultati, ricavati dalla parte osservazionale, mostrano invece quali fattori si accompagnano all'adozione. Il disegno permette così di tenere insieme evidenze che di norma provengono da studi separati.

Il lavoro si articola come segue. Il capitolo primo ricostruisce la formazione delle preferenze di sostenibilità e le ragioni per cui restano spesso latenti. Il capitolo secondo entra nella relazione di consulenza e ne analizza le tre dimensioni qui considerate decisive, ossia la fiducia, la credibilità dell'informazione sostenibile e il modo in cui essa viene presentata. Il capitolo terzo presenta l'analisi empirica e affronta le tre domande nell'ordine in cui sono poste, descrivendone in dettaglio dati, variabili e disegno. Le

¹³ Foerster, S., Linnainmaa, J. T., Melzer, B. T., & Previtero, A. (2017). Retail financial advice: Does one size fit all? *The Journal of Finance*, 72(4), 1441–1482.

conclusioni ricompongono il rapporto tra la mappa teorica e l'evidenza raccolta e ne traggono le implicazioni per la pratica consulenziale.

Capitolo I

La domanda di investimenti sostenibili: preferenze, bias ed educazione finanziaria dell'investitore retail

Introduzione

Le preferenze ESG degli investitori retail esistono, e le indagini lo confermano da anni. Eppure, quando si passa dai sondaggi ai portafogli reali, qualcosa si perde lungo il percorso. La maggioranza dichiara interesse, ma solo una minoranza traduce le proprie preferenze in azioni concrete. Questo capitolo cerca di indagare quali siano i motivi della discrepanza tra preferenze dichiarate e scelte effettive, e quali siano i punti in cui questa traduzione si interrompe.

Il percorso si snoda lungo tre piani. Si comincia osservando come nascono le preferenze ESG e quanto siano solide. La letteratura degli ultimi due decenni mostra che non si tratta né di una moda passeggera né di un riflesso di variabili demografiche, ma di scelte radicate in valori identitari che resistono alle pressioni del mercato. Da qui si mette a fuoco il divario tra dichiarato e rivelato, introducendo inoltre la differenza tra errori di ragionamento, che il consulente è chiamato a correggere, ed errori di preferenza, che invece deve saper rispettare.

Si passa quindi ai meccanismi che mantengono aperto il divario, ossia i bias cognitivi che agiscono in modo specifico sulle decisioni ESG, alcuni dei quali assumono in questo ambito un'intensità che non si osserva negli investimenti tradizionali.

Chiude il capitolo l'educazione finanziaria come attributo del cliente, la quale si articola lungo tre strati che operano insieme: un livello valoriale, che radica la sostenibilità nell'identità dell'individuo; un livello cognitivo, fatto di credenze sulla performance e di distorsioni sistematiche; e infine un livello contestuale, legato alle norme del gruppo, alla qualità dell'informazione e alla relazione consulenziale. È da questo terreno che si svilupperà poi il capitolo successivo, dedicato al ruolo del consulente e alle leve con cui può accompagnare il cliente dalle preferenze alle scelte.

1.1 La formazione delle preferenze ESG: valori, identità e motivazioni

Per comprendere le caratteristiche della domanda di investimenti sostenibili da parte degli investitori al dettaglio, è necessario svolgere un'indagine preliminare su un aspetto apparentemente semplice ma teoricamente denso, ovvero il perché alcuni individui, a differenza di altri, manifestino interesse per i prodotti ESG, e da quali sorgenti motivazionali nasca questo interesse. La domanda, tutt'altro che retorica, costituisce il punto di partenza obbligato per qualsiasi analisi lato domanda.

Se le preferenze ESG fossero distribuite in maniera casuale nella popolazione, o se fossero spiegate esclusivamente da fattori sociodemografici osservabili, le implicazioni per la consulenza finanziaria sarebbero, di conseguenza, limitate. Al contrario, la letteratura degli ultimi due decenni converge nel mostrare che le preferenze ESG emergono da un intreccio tra determinanti valoriali, identitarie e cognitive, la cui configurazione individuale produce traiettorie di comportamento marcatamente eterogenee e, soprattutto, non riducibili a semplici correlazioni con reddito, età o istruzione.

Un punto di partenza ormai consolidato nella letteratura è la distinzione tra motivazioni di natura etica e motivazioni di natura finanziaria. Gli investitori retail non costituiscono un gruppo omogeneo: alcuni si avvicinano ai prodotti sostenibili perché ne condividono i valori sottostanti, indipendentemente dalle aspettative di rendimento, mentre altri valutano i criteri ESG prevalentemente come fattori di rischio o di performance, considerandoli secondo una logica di ottimizzazione finanziaria tradizionale. Questa differenziazione, formalizzata da Starks (2023) attraverso la contrapposizione tra investitori guidati da *value* – ovvero dalla ricerca di rendimento incorporando criteri ESG come proxy di rischio o qualità – e investitori guidati da *values* – mossi invece da considerazioni etiche, identitarie e non monetarie – ha implicazioni osservabili sul comportamento degli individui, sulla stabilità delle loro preferenze nel tempo, sulla sensibilità alle variazioni delle performance e sul tipo di prodotti selezionati¹⁴.

La letteratura empirica degli ultimi anni ha mostrato in modo convincente che la componente *values* non è marginale. Giglio, Maggiori, Stroebl e colleghi (2025), analizzando un panel di investitori retail statunitensi collegato a dati di portafoglio forniti

¹⁴ Starks, L. T. (2023). Presidential address: Sustainable finance and ESG issues—Value versus values. *The Journal of Finance*, 78(4), 1837–1872.

da Vanguard, documentano una distribuzione molto interessante delle motivazioni percepite come prioritarie per l'investimento ESG: il 48% degli intervistati non identifica alcuna ragione specifica per investire in ESG, il 24% cita motivazioni etiche come movente principale, il 22% considera i prodotti ESG come copertura dal rischio climatico, e solo un 6% è mosso prevalentemente da aspettative di rendimento superiore¹⁵.

Questa distribuzione è particolarmente indicativa per due ragioni. In primo luogo, mostra che le motivazioni finanziarie, seppur presenti, hanno un peso solo marginale: la maggior parte degli investitori che detengono prodotti ESG lo fa per ragioni che trascendono le aspettative di rendimento. In secondo luogo, evidenzia che una quota non trascurabile della popolazione rimane estranea o scettica rispetto all'intera categoria, il che introduce il tema dell'eterogeneità delle preferenze come variabile strutturale che la consulenza finanziaria non può non considerare.

Emerge inoltre come le motivazioni etiche e valoriali affondino le proprie radici nella psicologia morale e nella teoria dell'identità sociale. Gli individui, infatti, tendono a costruire il proprio senso di sé attorno a valori e appartenenze che trascendono la sfera economica, e questa struttura identitaria si riflette nelle scelte finanziarie. Bauer, Ruof e Smeets (2021) portano su questo punto un'evidenza empirica di particolare forza metodologica¹⁶. Gli autori collaborano con un fondo pensione olandese – il *Pensioenfonds Detailhandel*, con circa venti miliardi di euro in gestione – che concede ai propri iscritti di esprimere un voto reale e vincolante sulla politica di investimento sostenibile del fondo. Il contesto è metodologicamente cruciale, dal momento che non si tratta di un sondaggio ipotetico, ma di una scelta reale con conseguenze concrete sul portafoglio pensionistico di ciascun partecipante. Su due ondate di rilevazione con 1.669 e 3.186 iscritti, due terzi dei partecipanti votano a favore dell'estensione dell'impegno del fondo agli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite, anche quando vengono esplicitamente informati che tale estensione potrebbe compromettere la performance finanziaria. Il risultato più rilevante è la stabilità delle preferenze nel tempo: infatti, anche dopo l'implementazione della decisione e durante la crisi pandemica del 2020, il supporto per le politiche di sostenibilità rimane elevato, con il 98.8% di chi aveva votato a favore nel 2018 che conferma la propria posizione due anni dopo. Ciò che emerge è che le

¹⁵ Giglio, S., Maggiori, M., Stroebe, J., Tan, Z., Utkus, S., & Xu, X. (2025). Four facts about ESG beliefs and investor portfolios. *Journal of Financial Economics*, 164, 103984.

¹⁶ Bauer, R., Ruof, T., & Smeets, P. (2021). Op. cit.

preferenze ESG sono robuste, persistenti e guidate primariamente da preferenze sociali genuine, e non da aspettative di sovraperformance.

A questa evidenza se ne affianca una seconda, che sposta l'attenzione dalla robustezza delle preferenze alla loro natura intrinseca. Bonnefon, Landier, Sastry e Thesmar (2025) costruiscono un esperimento incentivato volto a distinguere due possibili moventi dell'investimento sostenibile: la volontà di produrre un impatto reale sull'ambiente, da un lato, e l'aspirazione a detenere un portafoglio coerente con i propri valori, dall'altro¹⁷. Il disegno sperimentale è costruito per separare nettamente le due motivazioni. Ai partecipanti vengono presentati due fondi azionari con identiche caratteristiche finanziarie – stesso rendimento storico e stesso profilo di rischio – di cui uno sostenibile, capace di ridurre le emissioni di CO_2 , e uno tradizionale. Il cuore del disegno risiede proprio nella variazione casuale del livello di impatto tra due gruppi: nel gruppo *High Impact* il fondo sostenibile risparmia cinque tonnellate di CO_2 , nel gruppo *Low Impact* ne risparmia soltanto mezza. Se la motivazione dominante fosse la ricerca di un impatto reale, ci si attenderebbe una disponibilità a pagare proporzionalmente più alta nel primo scenario. I risultati mostrano invece un netto fenomeno di *scope insensitivity*: la disponibilità a pagare rimane sostanzialmente identica nei due gruppi (€48.78 contro €42.49, differenza statisticamente non significativa), nonostante l'impatto ambientale di gran lunga maggiore.

L'implicazione teorica che ne consegue è che le preferenze ESG degli investitori retail sembrano riflettere prevalentemente una logica di coerenza identitaria, piuttosto che una logica *impact*. Ciò che motiva l'investimento sostenibile non è tanto la persuasione di poter incidere sul comportamento aziendale o sull'ambiente, quanto il desiderio di allineare il proprio patrimonio in maniera coerente ai propri valori. Questa distinzione, apparentemente sottile, produce conseguenze operative significative per la pratica consulenziale, che verranno articolate nelle sezioni successive. Se il motore dell'investimento ESG è l'identità valoriale del cliente, la comunicazione consulenziale più efficace non sarà quella che insiste sull'impatto ambientale o sociale del prodotto, ma quella che aiuta il cliente a riconoscere la coerenza tra il suo portafoglio e la propria visione del mondo.

¹⁷ Bonnefon, J. F., Landier, A., Sastry, P. R., & Thesmar, D. (2025). The moral preferences of investors: Experimental evidence. *Journal of Financial Economics*, 163, 103955.

Accanto alle motivazioni valoriali, la letteratura identifica inoltre un secondo cluster di determinanti legate all'identità sociale e alle norme di gruppo. Gli individui, infatti, tendono ad osservare il comportamento finanziario dei propri pari, dei familiari e del contesto culturale di riferimento, e ne traggono informazioni sia sulle preferenze attese sia sulla legittimità sociale di determinate scelte. Nella letteratura comportamentale questo meccanismo è formalizzato dalla *Theory of Planned Behavior* di Ajzen (1991), che identifica nelle norme soggettive uno dei predittori fondamentali dell'intenzione comportamentale.

Bongini, Cucinelli e Rossolini (2025), applicando la TPB alla consulenza ESG su un campione di 249 consulenti finanziari italiani, mostrano che le norme soggettive hanno un effetto statisticamente significativo sull'intenzione di offrire prodotti ESG, attraverso le diverse specificazioni del loro modello¹⁸. Questo risultato, pur riferito al lato dell'offerta consulenziale, potrebbe avere implicazioni dirette anche sul lato della domanda: infatti, se la TPB individua nelle norme soggettive un predittore dell'intenzione di qualunque attore che agisca all'interno di un gruppo sociale, è ragionevole attendersi che lo stesso meccanismo operi anche sul cliente retail, il quale tende a conformarsi – in maniera più o meno consapevole – alle aspettative del proprio gruppo di riferimento. Si tratta di un'inferenza analitica e non di una conclusione degli autori, ma è coerente con l'impianto teorico su cui si fonda il loro modello.

Inoltre, le preferenze ESG non sono statiche, ma variano sistematicamente in funzione di caratteristiche demografiche e socioeconomiche, seppur in modo meno deterministico di quanto suggerirebbe una lettura superficiale. La letteratura è convergente nell'identificare alcune determinanti ricorrenti: le donne, ad esempio, mostrano una maggiore propensione verso gli investimenti sostenibili rispetto agli uomini, anche dopo aver controllato per reddito, istruzione e avversione al rischio; le nuove generazioni invece, avendo mediamente un'educazione finanziaria superiore, guidano la trasformazione verso la sostenibilità e mostrano le preferenze ESG più intense tra le varie fasce d'età; il livello di istruzione e il reddito sono positivamente correlati con la consapevolezza ESG, ma non necessariamente con il comportamento effettivo di investimento, suggerendo che la conoscenza è condizione necessaria ma non sufficiente per l'azione.

¹⁸ Bongini, P., Cucinelli, D., & Rossolini, M. (2025). Enhancing customers' ESG investments: Key factors shaping financial advisors' recommendations. *Journal of Financial Management, Markets and Institutions*, 13(1), 2550002.

Tuttavia, è importante sottolineare un punto che emerge con forza dai dati di Giglio e colleghi (2025): le variabili demografiche osservabili, quali età, genere, reddito e istruzione, spiegano complessivamente una quota sorprendentemente piccola della variabilità delle preferenze ESG tra investitori. In altre parole, conoscere il profilo socio-anagrafico di un cliente non basta a prevedere quanto questo sia sensibile ai temi della sostenibilità. Gran parte dell'eterogeneità delle preferenze è guidata da fattori più profondi e personali – come, ad esempio, il proprio vissuto e i valori interiorizzati – che sfuggono alle segmentazioni di mercato tradizionali¹⁹. Da questo dato si può trarre una conseguenza a cui gli autori non arrivano direttamente, ma che può avere una certa rilevanza in ottica consulenziale. Se la demografia ha un potere predittivo così limitato, non esiste una scorciatoia anagrafica per riconoscere l'investitore ESG. Ciò significa che l'unica via affidabile resta il dialogo diretto con il cliente.

Infine, un elemento di particolare rilevanza per il contesto italiano, che costituisce parte del terreno empirico della presente ricerca, emerge dall'indagine di Cucinelli e Soana (2023) condotta su un campione rappresentativo di 2.036 adulti italiani. Gli autori mostrano che la propensione a scegliere intermediari orientati all'ESG è significativamente associata sia al livello di educazione finanziaria, sia alla presenza di valori pro-sociali interiorizzati²⁰. Più precisamente, gli individui che si ritengono più orientati verso gli investimenti sostenibili e con più alta educazione finanziaria mostrano una probabilità significativamente maggiore di scegliere intermediari finanziari che adottano strategie ESG. Questo risultato introduce un tema che attraversa tutto il capitolo: il divario tra interesse dichiarato e comportamento osservato non è un fenomeno esclusivamente psicologico, ma ha radici strutturali legate all'architettura dell'informazione disponibile e alla qualità del contesto consulenziale. Un investitore con preferenze ESG ma bassa educazione finanziaria, può trovarsi in difficoltà nell'identificare un intermediario o un prodotto coerente con i propri valori, e di conseguenza non tradurre le preferenze in scelte concrete.

In sintesi, secondo la letteratura le preferenze ESG degli investitori retail emergono dall'interazione di tre strati motivazionali che operano simultaneamente.

¹⁹ Giglio et al. (2025). Op. cit.

²⁰ Cucinelli, D., & Soana, M. G. (2023). Investor preferences, financial literacy and intermediary choice towards sustainability. *Research in International Business and Finance*, 66, 102027.

- Un substrato valoriale e identitario radica la sostenibilità nella visione del mondo dell'individuo, producendo preferenze persistenti che resistono anche in assenza di incentivi finanziari.
- Un livello cognitivo riflette le credenze – a volte distorte o incerte – sulla performance, sulla trasparenza e sull'efficacia dei prodotti ESG, e modera l'intensità con cui le preferenze valoriali si traducono in intenzioni comportamentali.
- Un livello contestuale, infine, dipende dalle norme sociali del gruppo di riferimento, dalla qualità dell'informazione disponibile e dalla relazione con il consulente finanziario.

Comprendere questa architettura multistrato è il presupposto per rispondere ad una delle domande centrali della ricerca, ossia perché le preferenze ESG, quando esistono e sono robuste, non si traducono automaticamente in scelte di portafoglio coerenti, e quale ruolo può giocare il consulente nel colmare questo divario. La risposta richiede un passaggio analitico ulteriore, dedicato al fenomeno dello *stated-revealed gap*, che costituisce il tema della sezione seguente.

1.2 Preferenze dichiarate e scelte effettive: l'anatomia di un divario

Il paragrafo precedente ha mostrato che le preferenze ESG, quando esistono, sono tutt'altro che superficiali. Esse, infatti, affondano in motivazioni identitarie robuste e resistono persino in contesti di incertezza economica. Eppure, spostando lo sguardo dai sondaggi ai portafogli, emerge una contraddizione empirica che costituisce il vero punto di partenza di questa tesi. Analizzando la letteratura a disposizione, ci si può rendere facilmente conto che la quota di investitori retail che dichiara interesse per la sostenibilità è sistematicamente molto più alta della quota di chi possiede effettivamente prodotti ESG in portafoglio.

I numeri sono eloquenti in qualsiasi contesto geografico. In Olanda, Borgers e Pownall (2014) documentano un 62% di investitori che dichiara di considerare rilevanti gli aspetti

etici e ambientali, ma solo un 18% detiene effettivamente fondi SRI²¹. In Italia, i dati analizzati dal Sustainable Finance Observatory a partire dalle survey CONSOB mostrano un pattern analogo: anche qui, si denota una maggioranza netta degli investitori retail favorevole all'investimento sostenibile, ma la penetrazione effettiva dei prodotti ESG rimane bassa, con una quota consistente di intervistati che ammette di non sapere nemmeno se i propri investimenti abbiano caratteristiche di sostenibilità²². In questo senso, la distanza tra preferenze dichiarate e scelte effettive, sembra dunque essere una caratteristica quasi patologica.

La letteratura comportamentale ha concettualizzato questo fenomeno attraverso la distinzione tra *stated preferences* e *revealed preferences*. Le preferenze dichiarate (*stated*) sono quelle che gli individui esprimono verbalmente quando interrogati sulle proprie intenzioni; le preferenze rivelate (*revealed*) sono invece quelle che emergono dal comportamento osservabile in contesti reali e consequenziali. Il divario tra le due, tuttavia, non è né un problema di misurazione, né un problema di sincerità degli intervistati. È un fenomeno strutturale che riflette tensioni che operano simultaneamente nell'individuo, ad esempio tra valori etici e aspettative di rendimento, tra intenzioni genuine e inerzia decisionale, tra ciò che si dichiara socialmente e ciò che si sceglie quando nessuno guarda.

Il lavoro di Bauer, Ruof e Smeets (2021), già richiamato nella sezione precedente, offre su questo tema probabilmente una delle più chiare evidenze disponibili in letteratura. Quando il contesto è consequenziale – come, appunto, nel caso dello studio in questione – i due terzi dei partecipanti esprimono preferenze sostenibili stabili e persistenti nel tempo. Il messaggio che ne deriva è che, evidentemente, i contesti in cui l'investitore al dettaglio vive ordinariamente la propria relazione con i prodotti finanziari raramente sono consequenziali quanto quello sperimentale olandese. Infatti, un sondaggio a cui rispondere da casa, davanti a un questionario di profilazione MiFID II, non produce la stessa pressione decisionale di un voto vincolante su un fondo pensione.

Questo divario viene tra l'altro portato alla luce anche da evidenze come quelle di Brunen e Laubach (2022)²³, che individuano gruppi di investitori con attitude-behavior gap;

²¹ Borgers, A. C. T., & Pownall, R. A. J. (2014). Attitudes towards socially and environmentally responsible investment. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 1, 27–44.

²² Costa, D., Gentile, M., & Linciano, N. (2022). Op. cit.

²³ Brunen, A. C., & Laubach, O. (2022). Do sustainable consumers prefer socially responsible investments? A study among the users of robo advisors. *Journal of Banking & Finance*, 136, 106314.

dunque, individui che si dichiarano sostenibili ma nei comportamenti effettivi non lo sono.

Ancora, un ulteriore meccanismo del divario emerge dal lavoro di Giglio e colleghi (2025), e riguarda il ruolo delle aspettative di rendimento come fattore moderatore. Anche tra gli investitori dichiaratamente mossi da motivazioni etiche, chi si aspetta che i prodotti ESG sovraperformino il mercato tende ad avere quote di portafoglio sostenibile significativamente più alte rispetto a chi ne prevede la sottoperformance. Le preferenze valoriali non scompaiono di fronte alle aspettative finanziarie negative, ma vengono parzialmente frenate da esse. Il gap, in questa lettura, non nasce soltanto da pigrizia o ipocrisia, ma nasce probabilmente anche dal fatto che motivazioni etiche e considerazioni di rendimento non operano in compartimenti stagni, ma si influenzano reciprocamente in modi a volte difficili da catturare.

Arrivati a questo punto, la domanda che emerge e che orienta il resto del capitolo non è più se il divario esista, ma che cosa realmente lo mantenga aperto. Le pagine che seguono affrontano questa domanda da diverse prospettive, quali ad esempio, possibili distorsioni cognitive che ostacolano la traduzione delle preferenze in scelte coerenti, il ruolo della fiducia come variabile che attraversa tanto il lato cognitivo quanto quello relazionale, e le leve concrete in ottica consulenziale per operare su entrambi i piani.

1.3 Errori di ragionamento, errori di preferenza: due categorie, due risposte

Una distinzione concettuale utile per organizzare l'analisi che seguirà è quella tra due tipologie diverse di deviazione dal comportamento finanziario "ottimale" che implicano risposte consulenziali radicalmente differenti. Si consideri, ad esempio, il caso di due investitori retail con caratteristiche apparentemente simili ma motivazioni profondamente diverse. Il primo ritiene, sulla base di impressioni generali e di una conoscenza superficiale del mercato, che i fondi sostenibili tendano in media a sottoperformare quelli tradizionali, e questa convinzione orienta le sue scelte di portafoglio anche in assenza di un riscontro empirico solido. Il secondo individuo invece, rifiuta categoricamente di investire in società operanti nel settore degli armamenti, non perché ne preveda una performance inferiore, ma perché le considera incompatibili con i propri valori e le proprie ideologie.

Sul piano formale, entrambi gli investitori si discostano dal portafoglio media-varianza ottimo. Sul piano sostanziale, tuttavia, le loro deviazioni hanno natura del tutto differente e richiedono approcci consulenziali diversi.

La letteratura accademica concorderebbe nell'identificare, nel primo caso, quello che viene definito come un errore di ragionamento: il cliente possiede una credenza distorta sulla realtà, dovuta a euristiche, informazioni incomplete o scorciatoie cognitive. In linea di principio, tale credenza è modificabile se correttamente confutata. Nel secondo invece si identifica un errore di preferenza: il cliente non manifesta una credenza errata sulla realtà, ma esprime una preferenza che semplicemente non coincide con quella implicita nel modello normativo. La sua posizione non è confutabile in quanto semplicemente esprime ciò che la persona desidera dal proprio rapporto con il mondo.

Questa distinzione elaborata operativamente da Pompian nell'approccio cosiddetto *Moderate or Adapt*²⁴, trova le sue radici concettuali nell'ampia letteratura sulla razionalità limitata e sulle euristiche decisionali. Gli errori di ragionamento derivano dai limiti cognitivi con cui la mente affronta i problemi complessi, semplificandoli, filtrandoli ed elaborandoli in modo imperfetto attraverso “scorciatoie” mentali che possono portare a valutazioni distorte della realtà. Gli errori di preferenza invece, che hanno natura diversa, riflettono il fatto che la struttura delle preferenze individuali coincide solo parzialmente con quella ipotizzata dalla teoria finanziaria classica.

La conseguenza pratica di questa distinzione è di portata considerevole, e costituisce il cuore dell'approccio prescrittivo alla consulenza finanziaria. Quando la divergenza tra le preferenze del cliente e il portafoglio ottimo è attribuibile prevalentemente a errori di ragionamento, il consulente dovrebbe cercare di correggere questo tipo di errori, fornendo informazioni accurate, smontando credenze infondate ed esponendo il cliente ai dati che, per limiti di attenzione, tempo o conoscenza, non aveva preso in considerazione.

Quando invece la divergenza riflette errori di preferenza, il consulente dovrebbe cercare di assecondarli, costruendo un portafoglio che rispetti le preferenze del cliente anche quando queste si discostano dal modello razionale, perché il costo di forzarne la correzione supererebbe quello dell'asset allocation subottimale. Detto altrimenti, un consulente che pretende di "correggere" un cliente con preferenze valoriali genuine

²⁴ Pompian, M. M. (2012). *Behavioral finance and investor types: Managing behavior to make better investment decisions*. John Wiley & Sons.

commette un errore professionale tanto grave quanto chi asseconda un cliente con credenze empiricamente infondate sulla performance dei prodotti.

La questione assume particolare rilevanza quando viene applicata all'investimento ESG, terreno sul quale i due tipi di errore si intrecciano in modi spesso ambigui e frequentemente coesistono nello stesso cliente. Si torni al primo dei due investitori introdotti in apertura: la sua convinzione che i fondi ESG rendano sistematicamente meno è empiricamente discutibile. La meta-analisi condotta da Atz, van Holt e colleghi su oltre mille studi pubblicati tra il 2015 e il 2020 non rileva evidenze di sottoperformance sistematica dei fondi sostenibili rispetto a quelli tradizionali²⁵. Allo stesso tempo, i dati di Giglio e colleghi documentano che nel periodo più recente i prodotti ESG hanno effettivamente sottoperformato il mercato, e che questa sottoperformance ha modificato in modo misurabile le aspettative degli investitori²⁶. La posizione del primo investitore, dunque, può essere considerata erronea? In una certa misura sì, perché generalizza indebitamente da un periodo specifico; in un'altra misura no, perché riflette un'evidenza recente non priva di fondamento. Quel che è certo è che si tratta di una posizione discutibile sulla base dei dati, e quindi un errore di ragionamento candidato a un intervento correttivo da parte del consulente.

Diverso è il caso del secondo investitore: il suo rifiuto di investire in società del settore degli armamenti non poggia su una previsione di rendimento, come già anticipato, ma esprime una preferenza deontologica, ovvero che il rifiuto del possesso di quei titoli è indipendente dalle conseguenze finanziarie. Inoltre, come visto nella sezione precedente, Bonnefon e colleghi hanno mostrato sperimentalmente che questo tipo di preferenza esiste, è quantificabile, ed è strutturalmente distinta dalle preferenze orientate all'impatto. L'investitore non ritiene che escludere le armi dal proprio portafoglio ridurrà la produzione globale di armamenti; più semplicemente, non desidera che il proprio patrimonio sia associato a quel tipo di attività economica. Una posizione di questa natura non è falsificabile, perché non descrive un fatto, esprime solamente una scelta valoriale. Non sarà dunque oggetto di correzione, ma di rispetto.

²⁵ Atz, U., Van Holt, T., Liu, Z. Z., & Bruno, C. (2023). Does sustainability generate better financial performance? Review, meta-analysis, and propositions. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 13(1), 802–825.

²⁶ Giglio et al. (2025). Op. cit.

Come anticipato quindi, il problema nella pratica consulenziale reale è che raramente un cliente si presenta con errori di un solo tipo. Più frequentemente i due livelli convivono e si intrecciano. Un cliente può avere preferenze ESG da assecondare, combinate a credenze distorte sulla performance, da correggere invece. Oppure può sembrare mosso da valori etici quando in realtà sta razionalizzando un'avversione al rischio mal articolata: un errore di ragionamento che assume le sembianze di un errore di preferenza. La diagnosi – comprendere quale dei due livelli prevalga in ciascun cliente specifico – diventa allora il primo compito sostanziale del consulente, ben prima della costruzione tecnica del portafoglio.

Il framework di Pompian arricchisce la distinzione con una dimensione ulteriore, quella della ricchezza del cliente. Maggiore è la ricchezza disponibile, maggiore è lo spazio in cui il consulente può adattare l'asset allocation ai bias del cliente, perché il costo di un'allocazione subottima rimane comunque sostenibile rispetto al patrimonio complessivo. Minore è la ricchezza, maggiore deve essere invece la spinta verso la correzione, perché un errore può compromettere obiettivi di vita essenziali. Questa modulazione assume rilevanza diretta per l'analisi che seguirà, la quale dovrà tenere distinti i due piani, sia perché implicano risposte consulenziali opposte, sia perché la loro confusione produrrebbe conclusioni operative fuorvianti.

1.4 I bias cognitivi che ostacolano l'investimento sostenibile

Il paragrafo precedente ha posto le basi concettuali per distinguere errori di ragionamento da errori di preferenza. Resta ora da osservare quali, tra i bias cognitivi documentati dalla letteratura comportamentale, intervengano in modo specifico nelle decisioni di investimento ESG, contribuendo a mantenere aperto il divario tra preferenze dichiarate e scelte effettive. La rassegna che segue chiaramente non aspira alla completezza enciclopedica, ma si concentra solamente sui bias per i quali esiste evidenza empirica di un ruolo specifico in questo contesto.

È utile ricordare che i bias comportamentali non sono categorie nettamente separate. Essi, infatti, spesso operano simultaneamente nello stesso individuo, si rinforzano reciprocamente e producono effetti combinati difficili da isolare. La letteratura ha tuttavia sviluppato strumenti analitici sufficientemente raffinati per identificarli singolarmente, e

proprio per questo è possibile esaminarli uno alla volta senza dimenticare che, nella pratica reale, l'investitore retail sperimenta le loro interazioni, non le loro forme pure.

Tra le distorsioni che incidono in modo trasversale sulle decisioni finanziarie, l'*overconfidence* occupa una posizione particolarmente rilevante. Si manifesta quando la fiducia di una persona in sé stessa supera la sua competenza effettiva, portandola a sopravvalutare le proprie capacità di giudizio, la propria conoscenza dei mercati o l'accuratezza delle proprie previsioni²⁷. La conseguenza più tipica è una sottostima sistematica dei rischi e un'eccessiva concentrazione del portafoglio in scelte che l'investitore percepisce come "ben comprese". Nel contesto degli investimenti sostenibili, l'*overconfidence* assume una declinazione specifica e ben documentata.

Un'evidenza interessante in questo senso è sicuramente quella di Aristei e Gallo (2021), i quali analizzando un ampio campione di investitori retail europei, mostrano che un'educazione finanziaria elevata è associata ad una maggiore allocazione in prodotti ESG, ma questa relazione si indebolisce quando alla competenza oggettiva si accompagna l'*overconfidence*, ovvero quando la percezione soggettiva delle proprie capacità supera la competenza effettivamente misurata²⁸. Gli investitori overconfident, in particolare, mostrano una minore capacità di distinguere prodotti effettivamente sostenibili da quelli che lo sono solo nell'etichetta, con un'esposizione più frequente a fondi dalle credenziali ESG deboli. È chi combina alta literacy e un'autovalutazione realistica a raggiungere un'allocazione sostenibile più solida. In altri termini, la fiducia nelle proprie capacità di valutazione, quando non è ancorata a una conoscenza effettiva, non protegge dall'errore, ma lo amplifica.

Un secondo gruppo di distorsioni riguarda il peso eccessivo che l'investitore attribuisce al passato, e si articola in due euristiche strettamente legate, la *rappresentatività* e l'*ancoraggio*. Cruciani, Gardenal e Amitrano (2022)²⁹, nella loro analisi dei bias rilevanti per l'investimento sostenibile, osservano come due euristiche seminali della finanza comportamentale – rappresentatività e ancoraggio – potrebbero giocare un ruolo specifico

²⁷ Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261–292.

²⁸ Aristei, D., & Gallo, M. (2021). Financial knowledge, confidence, and sustainable financial behavior. *Sustainability*, 13(19), 10926.

²⁹ Cruciani, C., Gardenal, G., & Amitrano, G. (2022). *Understanding financial risk tolerance: Institutional, behavioral and normative dimensions*. Palgrave Macmillan.

nelle decisioni di investimento ESG, pur sottolineando che il collegamento sistematico tra bias cognitivi seminali e investimento sostenibile non è ancora pienamente stabilito in letteratura. Vale comunque la pena esaminare il meccanismo, perché i pattern osservati sui flussi dei fondi sostenibili sono coerenti con la presenza di entrambe le euristiche. La rappresentatività stabilisce che gli individui, per elaborare le informazioni e formulare giudizi di probabilità, si basano su stereotipi e situazioni familiari³⁰. Di conseguenza, essi valutano la probabilità di un evento considerando due aspetti: il grado di somiglianza alla popolazione dalla quale è tratto e la misura in cui riflette le caratteristiche essenziali del processo che lo ha generato. Un esempio emblematico riguarda Tesla: molti investitori la considerano automaticamente un'azienda ad alto profilo ESG perché incarna lo stereotipo dell'impresa sostenibile, produttrice di veicoli elettrici e portavoce della transizione energetica. Il giudizio si fonda sulla somiglianza con il prototipo, non sui dati effettivi. Nel 2022, infatti, S&P Dow Jones ha escluso Tesla dal proprio S&P 500 ESG Index a causa della mancanza di una strategia di decarbonizzazione e di criticità su condizioni di lavoro e governance, mantenendo invece in indice società di settori tradizionalmente percepiti come poco sostenibili³¹. L'ancoraggio invece opera in direzione opposta: l'investitore si fissa su un valore di riferimento iniziale – un rating, un prezzo di acquisto, una valutazione iniziale – e agisce sulla base di quest'ultimo, integrando solo lentamente le informazioni successive, anche quando queste rendono il riferimento ormai obsoleto³². Nel contesto ESG entrambe le euristiche risultano particolarmente insidiose. Infatti, i rating di sostenibilità delle agenzie specializzate vengono aggiornati con cadenza frequente e possono modificarsi anche in modo sostanziale nel giro di un anno, riflettendo cambiamenti reali nel profilo aziendale. Un investitore ancorato al rating con cui ha incontrato per la prima volta una società tenderà a mantenere quel giudizio molto a lungo, perdendo informazioni rilevanti. Un investitore ancorato alla rappresentatività dell'ultimo trimestre proietterà sistematicamente nel futuro pattern di breve periodo che non hanno carattere strutturale. Bollen (2007), nei suoi studi sui flussi dei fondi sostenibili, documenta come gli investitori SRI mostrino una sensibilità asimmetrica rispetto alle performance passate, reagendo più intensamente ai rendimenti positivi che a quelli

³⁰ Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185(4157), 1124–1131.

³¹ Dorn, M. (2022). The (Re)Balancing Act of the S&P 500 ESG Index. *Indexology Blog, S&P Dow Jones Indices*, 17 maggio 2022.

³² Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Op. cit.

negativi³³. Il dato indica che l'attaccamento valoriale ai fondi sostenibili attenua la fuga in caso di sottoperformance, ma non riduce, anzi amplifica, l'attrazione esercitata dalla buona performance, alimentando dinamiche tipiche dei mercati con momentum.

Strettamente legato all'euristica della rappresentatività è l'*herding effect*, ovvero la tendenza a uniformare il proprio comportamento a quello del gruppo di riferimento o del mercato nel suo complesso³⁴.

L'investitore al dettaglio, posto di fronte all'incertezza di un mercato complesso come quello ESG, tende ad uniformarsi al comportamento altrui, abbandonandosi all'idea che se molte persone acquistano fondi sostenibili, probabilmente c'è una buona ragione per farlo. Questo meccanismo è cognitivamente economico ma analiticamente fragile, perché ciò che guida il gruppo può essere a sua volta il prodotto di un *herding* precedente, generando dinamiche autoreferenziali. L'*herding* nei mercati ESG ha trovato terreno particolarmente fertile nel periodo 2019-2021, quando la rapida espansione dei flussi verso prodotti sostenibili ha attratto investitori tanto istituzionali quanto retail, in molti casi senza un'analisi specifica del prodotto sottostante. Le conseguenze di questo pattern emergono nei dati di Giglio e colleghi (2025): la quota di investitori retail che dichiara di non avere alcuna ragione specifica per investire in ESG è cresciuta sensibilmente proprio nel periodo in cui le performance del settore si sono deteriorate, suggerendo che parte dell'adesione iniziale fosse guidata da imitazione più che da convinzioni strutturate³⁵.

Tra i bias meritevoli di maggior attenzione, il *disposition effect* necessita un trattamento più approfondito, perché la letteratura ne documenta una forma specificamente ESG la cui intensità supera quella osservata negli investimenti tradizionali. Il *disposition effect*, nella formulazione classica di Shefrin e Statman, è la tendenza a vendere troppo presto i titoli in guadagno e a tenere troppo a lungo quelli in perdita³⁶. La spiegazione

³³ Bollen, N. P. B. (2007). Mutual fund attributes and investor behavior. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(3), 683–708. Si veda anche, sullo stesso tema, Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2011). Is ethical money financially smart? Nonfinancial attributes and money flows of socially responsible investment funds. *Journal of Financial Intermediation*, 20(4), 562–588.

³⁴ Bikhchandani, S., & Sharma, S. (2001). Herd behavior in financial markets. *IMF Staff Papers*, 47(3), 279–310.

³⁵ Giglio et al. (2025). Op. cit.

³⁶ Shefrin, H., & Statman, M. (1985). The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence. *The Journal of Finance*, 40(3), 777–790. Per i dati sulla performance:

comportamentale del disposition effect poggia su due concetti della finanza comportamentale. Il primo è la Prospect Theory di Kahneman e Tversky (1979)³⁷, secondo cui gli individui non valutano gli esiti in termini di ricchezza finale, ma come guadagni e perdite rispetto a un punto di riferimento, soffrendo le perdite più di quanto godano dei guadagni di pari entità. La funzione di valore che ne deriva è concava nell'area dei guadagni e convessa in quella delle perdite, e da questa doppia curvatura nasce un atteggiamento verso il rischio asimmetrico: di fronte a un guadagno l'individuo è avverso al rischio e preferisce incassare un risultato certo, mentre di fronte a una perdita diventa propenso al rischio e preferisce scommettere su un possibile recupero pur di non realizzare la perdita. Il secondo concetto è il mental accounting (Thaler, 1985)³⁸, la tendenza a suddividere le decisioni finanziarie in conti mentali separati, valutati uno per uno anziché nel quadro complessivo del portafoglio. La combinazione dei due meccanismi spiega il disposition effect: l'investitore tiene un conto mentale separato per ogni titolo e, quando una posizione è in perdita, chiuderla certificherebbe la perdita stessa, mentre tenerla aperta lascia spazio alla speranza di un recupero, anche quando la decisione razionale sarebbe vendere (Shefrin e Statman, 1985)³⁹.

Odean (1998), analizzando i conti di un ampio campione di investitori retail americani, mostra che i titoli venduti perché in guadagno hanno continuato a sovraperformare nei dodici mesi successivi quelli tenuti in perdita, con un differenziale del 3.41% aggiustato per il rischio⁴⁰. Vendere i vincenti e tenere i perdenti significherebbe quindi rinunciare sistematicamente a un rendimento che si sarebbe potuto trattenere in portafoglio.

Van Dooren e Galema (2018) compiono un passo ulteriore, analizzando i dati di portafoglio reali di 6.924 clienti retail di una grande banca olandese, di cui 1.717 investitori esclusivamente sostenibili (cioè con il 100% del portafoglio in titoli SRI). Gli autori misurano il disposition effect come la differenza tra la frequenza con cui un investitore vende titoli in guadagno e la frequenza con cui vende titoli in perdita: un investitore razionale dovrebbe vendere le due tipologie con probabilità simile, mentre un investitore con disposition effect vende sistematicamente più i guadagni che le perdite.

Odean, T. (1998). Are investors reluctant to realize their losses? *The Journal of Finance*, 53(5), 1775–1798.

³⁷ Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263–291.

³⁸ Thaler, R. H. (1985). Mental accounting and consumer choice. *Marketing Science*, 4(3), 199–214.

³⁹ Shefrin, H., & Statman, M. (1985). Op. cit.

⁴⁰ Odean, T. (1998). Op. cit.

Nel campione complessivo questo divario è dell'11%, ma sale al 19% tra gli investitori esclusivamente sostenibili, con una differenza statisticamente robusta di circa otto punti percentuali⁴¹.

Un secondo risultato dello stesso studio aiuta a comprendere il meccanismo sottostante. Quando gli autori abbandonano la classificazione binaria (sostenibili vs convenzionali) e analizzano l'intero campione in funzione della quota di portafoglio allocata in titoli SRI, scoprono che la relazione tra quota SRI e disposition effect non è lineare ma a soglia: l'effetto emerge in modo statisticamente significativo solo per chi supera l'85% di allocazione sostenibile. Sotto quella soglia, avere il 30%, il 50% o il 70% del portafoglio in SRI non produce un disposition effect maggiore rispetto a chi non ne ha. Solo quando l'investimento sostenibile diventa la dimensione quasi totalizzante del portafoglio il bias si manifesta con forza. Il dato suggerisce che non è il singolo titolo SRI a generare l'effetto, ma l'identificazione complessiva con il proprio portafoglio come strumento di espressione valoriale: solo quando questa identificazione è piena, vendere un titolo in perdita diventa una rinuncia non solo finanziaria ma anche identitaria.

La spiegazione proposta dagli autori è teoricamente elegante. Gli investitori SRI trarrebbero utilità non solo dal rendimento finanziario, ma anche dal possesso stesso di titoli allineati ai propri valori. Quando un titolo SRI entra in perdita, l'investitore ha due ragioni convergenti per non venderlo: la classica loss aversion da prospect theory e, in aggiunta, la rinuncia alla soddisfazione morale di possedere quel titolo. In altri termini, l'investitore SRI sperimenta una "doppia perdita" nel cristallizzare la vendita, e di conseguenza trattiene più a lungo le posizioni negative. Un meccanismo affettivo analogo è documentato sperimentalmente da Rubaltelli e colleghi (2010) attraverso un disegno in cui due fondi vengono descritti con fondamentali identici ma solo uno viene presentato come socialmente responsabile. I partecipanti stabiliscono prezzi di vendita significativamente più alti per il fondo etichettato come sostenibile, anche quando è in perdita⁴². Le reazioni affettive, in altri termini, sembrano "bloccare" la capacità di liquidare le posizioni SRI perdenti, amplificando in questo modo il suddetto bias.

Questa evidenza apre una considerazione teorica importante, che riprende la distinzione introdotta nella sezione precedente. Nel disposition effect dell'investitore SRI bias

⁴¹ Van Dooren, B., & Galema, R. (2018). Socially responsible investors and the disposition effect. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 17, 42–52.

⁴² Rubaltelli, E., Pasini, G., Rumiati, R., Olsen, R. A., & Slovic, P. (2010). The influence of affective reactions on investment decisions. *Journal of Behavioral Finance*, 11(3), 168–176.

cognitivi e preferenze valoriali si intrecciano in modo inestricabile. La componente di loss aversion è un classico errore di ragionamento comportamentale, in linea di principio correggibile attraverso un'educazione finanziaria adeguata. La componente identitaria – il dispiacere nel separarsi da un titolo "in cui ci si riconosce" – è invece una preferenza strutturale, non riducibile a un errore. Distinguere le due componenti, in ciascun cliente specifico, è una delle sfide più sottili della pratica consulenziale, e sarà oggetto di analisi nelle sezioni dedicate al ruolo del consulente.

1.5 L'educazione finanziaria come attributo del cliente

Le sezioni precedenti hanno mostrato come le preferenze ESG esistano e siano solide, ma che la loro traduzione in scelta è spesso ostacolata dal divario tra interesse dichiarato e comportamento effettivo e dai bias cognitivi che agiscono con particolare intensità sulle decisioni sostenibili. Resta da considerare un'ultima caratteristica del cliente, trasversale a tutte le precedenti perché ne condiziona la stessa possibilità di essere riconosciute e governate, ovvero la sua educazione finanziaria.

Infatti, la stessa informazione e la stessa proposta di investimento producono effetti molto diversi a seconda della preparazione di chi li riceve, e quella preparazione determina in anticipo l'efficacia della relazione consulenziale che sarà al centro del capitolo successivo. Un cliente con scarsa educazione finanziaria non solo è più esposto agli attriti già descritti, ma fatica anche a trarre beneficio dall'aiuto di un consulente, perché non dispone degli strumenti per valutarne le proposte.

In questo senso, il contesto italiano mostra uno scenario sfavorevole. Infatti, le indagini IACOFI di Banca d'Italia documentano un punteggio aggregato medio di literacy degli adulti italiani che è cresciuto solo modestamente negli ultimi anni (10.0 nel 2017, 10.2 nel 2020, 10.7 nel 2023, su una scala 0-20) e si mantiene sistematicamente sotto la media OECD⁴³. Per la nostra discussione, questo significa che la maggioranza dei clienti retail italiani non possiede gli strumenti minimi per valutare autonomamente le proposte ricevute dal consulente.

⁴³ Banca d'Italia (2017, 2020, 2023). Indagine sull'alfabetizzazione e le competenze finanziarie degli italiani (IACOFI).

Il punto centrale della letteratura, su questo terreno, è un risultato controintuitivo che ribalta l'intuizione comune. Lo studio italiano di Calcagno e Monticone (2015) mostra che l'educazione finanziaria e la consulenza non sono elementi sostituiti, come si potrebbe essere portati a pensare, bensì complementari. Individui con literacy più elevata tendono a rivolgersi maggiormente al consulente, e a non delegare interamente le scelte. Il modello teorico che gli autori sviluppano ha un'implicazione importante: in presenza di un consulente con incentivi a vendere prodotti specifici, la qualità dell'informazione che il cliente riceve dipende dalla sua capacità di porre le domande giuste e di valutare le risposte. Verso il cliente che non ha questi strumenti, il consulente non investe risorse nella consulenza vera e propria. Il risultato è quello che gli autori chiamano un “*effetto Matthew*”: chi è già informato riceve più informazione, chi non lo è ne riceve meno, l'esatto opposto di ciò che servirebbe per ridurre le disuguaglianze⁴⁴.

Sul terreno specifico degli investimenti sostenibili, la literacy assume due ruoli distinti che la letteratura recente ha cominciato a separare. Lo studio di Lucarelli e colleghi (2026) che sarà discusso nel paragrafo 2.6, mostra in modo chiaro che l'educazione finanziaria generale non aumenta direttamente l'allocazione in fondi ESG, ma agisce come moderatore dell'efficacia del consulente, nel senso che il messaggio funziona solo se il cliente possiede gli strumenti cognitivi per processarlo. La conoscenza specifica della finanza sostenibile (*sustainable finance knowledge*), invece, ha un effetto diretto sull'allocazione, e tende a rendere ridondante l'intervento del consulente perché il cliente è già autonomo. Il valore aggiunto del consulente, in altri termini, non è massimo per chi sa tutto né per chi non sa nulla, ma per la fascia intermedia: clienti con literacy generale sufficiente ma scarsa conoscenza specifica del mondo ESG⁴⁵.

Esaminato dal lato dell'investitore, il divario tra preferenze dichiarate e scelte effettive, documentato in più paesi e riscontrabile anche in Italia, non appare riconducibile a una debolezza delle preferenze ESG, che risultano autentiche, persistenti e radicate in motivazioni identitarie più che in aspettative di rendimento. Esse restano tuttavia spesso latenti, ossia presenti ma non tradotte in scelte di portafoglio, e a mantenerle in questo stato concorrono soprattutto errori di ragionamento, come le aspettative di

⁴⁴ Calcagno, R., & Monticone, C. (2015). Financial literacy and the demand for financial advice. *Journal of Banking & Finance*, 50, 363–380.

⁴⁵ Lucarelli, C., Citi, M., & Pasquino, M. (2026). Nudging ESG investments via digital financial advising: Evidence from an investment game experiment. *Business Strategy and the Environment*, 35(6), 7810–7835.

sottoperformance dei prodotti sostenibili e i bias cognitivi che agiscono con particolare intensità sulle decisioni ESG. Questi errori vanno tenuti distinti dalle preferenze valoriali, che richiedono più un accompagnamento che una correzione. La distinzione, tuttavia, è raramente netta, poiché le due componenti convivono spesso nello stesso individuo, come mostra il disposition effect degli investitori sostenibili, nel quale l'avversione alle perdite si intreccia con il legame identitario con il proprio portafoglio. Su tutti questi elementi incide, infine, l'educazione finanziaria del cliente, che in Italia si mantiene su livelli modesti e condiziona la possibilità stessa di riconoscere tali errori e di trarre beneficio da un aiuto esterno.

La compresenza di questi fattori contribuisce a spiegare la persistenza del paradosso italiano, ma solo in parte. Gli attriti descritti chiariscono perché l'interesse dichiarato non si traduca spontaneamente in scelte concrete, senza indicare in quali condizioni quella traduzione possa invece compiersi. Si tratta infatti di caratteristiche che l'investitore porta con sé al momento della decisione, mentre resta da esaminare il contesto in cui la decisione matura, che per molti risparmiatori italiani passa attraverso una relazione di consulenza e dipende dalla qualità dell'informazione ricevuta. È su questo terreno che si sviluppa il capitolo successivo, che guarda al problema dal lato dell'offerta consulenziale.

Capitolo II

L'offerta consulenziale: fiducia, greenwashing e framing nella relazione con l'investitore retail

Introduzione

Il capitolo precedente ha stabilito che le preferenze ESG degli investitori retail sono autentiche e radicate, e che il divario tra interesse dichiarato e scelta effettiva nasce da attriti che operano dal lato della domanda. Ha però lasciato aperto un punto decisivo: molto spesso la preferenza può tradursi in azione all'interno di una relazione, e dipende dalla qualità dell'informazione che il cliente riceve.

È proprio questo il punto di partenza del capitolo che segue, che sposta lo sguardo sul lato dell'offerta consulenziale e su ciò che, in concreto, avvicina o allontana la preferenza dalla scelta.

Il percorso muove dalla fiducia, la variabile che precede ogni scelta e senza la quale l'investitore non entra nel mercato sostenibile. Da lì affronta il greenwashing, la distorsione che erode quella fiducia colpendo l'anello più debole del sistema, ossia la credibilità dell'informazione sulla sostenibilità. Analizza poi il framing, il modo in cui la presentazione dell'informazione orienta le scelte a parità di prodotto, che costituisce anche il ponte metodologico verso l'analisi empirica. Chiude con il ruolo del consulente, il soggetto che nella pratica reale media tra la complessità del mercato e le competenze del cliente, e che può attivare o ostacolare il passaggio finale dalla preferenza all'azione.

2.1 La fiducia come variabile critica nell'investimento sostenibile

Il paragrafo 1.4 ha mostrato come una serie di bias cognitivi possa impedire all'investitore retail di tradurre le proprie preferenze ESG latenti in scelte di portafoglio coerenti. Esiste però una variabile che opera trasversalmente a tutti questi bias, e che merita per questo un trattamento autonomo: la fiducia. È proprio intorno a questo aspetto che ruota gran

parte della relazione tra investitore retail e mercati finanziari, e in particolare tra investitore retail e prodotti sostenibili.

Infatti, una qualsiasi preferenza, per quanto solida, non si traduce in azione se non poggia su un substrato di fiducia adeguato; e senza fiducia, l'investitore difficilmente entra nel mercato.

L'osservazione fondamentale, formulata con efficacia da Kenneth Arrow, è che la fiducia funga da lubrificante di tutti gli scambi economici⁴⁶. Laddove esistono asimmetrie informative, incertezza sull'esito futuro e vulnerabilità del soggetto meno informato, la fiducia svolge la funzione che nessun contratto può sostituire. Nei mercati finanziari questa funzione è particolarmente cruciale, perché la natura stessa dei prodotti (spesso complessi, multidimensionali, con esiti differiti nel tempo) produce rischio di sovraccarico cognitivo e una conseguente sensazione di vulnerabilità. Senza fiducia, dunque, il decisore semplicemente non agisce.

La letteratura ha articolato questo meccanismo attraverso due contributi che vale la pena richiamare. Georgarakos e Inderst (2014) mostrano che la fiducia nella consulenza finanziaria aumenta la probabilità che un individuo decida di partecipare ai mercati finanziari, e che questo effetto è particolarmente pronunciato tra gli individui con bassa educazione finanziaria⁴⁷. Gennaioli, Shleifer e Vishny (2015) approfondiscono il meccanismo psicologico con la metafora del “*money doctor*”: il consulente finanziario, esattamente come il medico, viene ingaggiato non solo per le proprie competenze tecniche ma per ridurre l'ansia e il disagio che a volte possono accompagnare decisioni complesse e potenzialmente dolorose⁴⁸. La fiducia in un gestore non riduce il rischio oggettivo dell'investimento, ma può ridurre la sua percezione soggettiva, e questo basta a far entrare nel mercato investitori che altrimenti rimarrebbero ai margini. È una funzione importante: senza questa “anestesia cognitiva” prodotta dalla fiducia, una parte significativa del risparmio retail non si tradurrebbe mai in investimento.

Un dettaglio non banale di questa letteratura merita di essere fissato. La fiducia, nel rapporto cliente-consulente, non si fonda primariamente sulla performance passata. Si fonda piuttosto su relazioni personali, familiarità con l'interlocutore, raccomandazioni di

⁴⁶ Arrow, K. J. (1972). Gifts and exchanges. *Philosophy & Public Affairs*, 1(4), 343–362.

⁴⁷ Georgarakos, D., & Inderst, R. (2014). *Financial advice and stock market participation*. ECB Working Paper Series, No. 1296.

⁴⁸ Gennaioli, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (2015). Op. cit.

terzi, percezione di integrità. Cruciani, Gardenal e Amitrano (2022) evidenziano che la fiducia nella relazione cliente-consulente è determinata sia da fattori economici sia da fattori relazionali, con questi ultimi che assumono particolare rilevanza in alcune forme di consulenza, dove la qualità dell'ascolto, la storia personale e la familiarità con l'interlocutore prevalgono sui driver di natura puramente economica e istituzionale⁴⁹.

Nel passare dal contesto degli investimenti tradizionali a quello degli investimenti sostenibili, la fiducia assume una rilevanza ancora maggiore e qualitativamente diversa. L'investitore che acquista un fondo azionario standard deve fidarsi del gestore e delle scelte di portafoglio, mentre chi acquista un fondo ESG deve fidarsi anche di una dimensione ulteriore, ovverosia che il prodotto sia davvero sostenibile come dichiara di essere, oltre a rispettare anche determinate aspettative in termini di rendimento. Questa fiducia che potrebbe essere definita “aggiuntiva” è particolarmente fragile, perché poggia su un terreno informativo che talvolta può risultare opaco. Basti osservare infatti che il valore percepito dei prodotti ESG dipende anche dalla credibilità delle informazioni che li accompagnano: quando questa credibilità si incrina, anche le preferenze valoriali non si traducono in scelte concrete.

Un'evidenza particolarmente articolata su questo punto viene dal lavoro di Strauß, Krakow e Chesney (2023), che analizzano un campione rappresentativo di investitori svizzeri per esaminare i fattori che spingono, o frenano, l'intenzione di investire in prodotti sostenibili⁵⁰. Il risultato centrale dello studio è che la fiducia nella finanza sostenibile è un predittore robusto dell'intenzione di investire in prodotti ESG, e che questo legame regge anche quando si tiene conto di altri fattori come il livello di educazione finanziaria, l'attenzione che l'investitore dedica alle notizie finanziarie, il reddito, l'età, il genere.

La fiducia, in altri termini, opera come una condizione di accesso al mercato sostenibile, non sostituisce le preferenze, ma è la chiave che permette loro di esprimersi. L'evidenza italiana converge in questa direzione, con un'enfasi particolare. Infatti, Cucinelli e Soana (2023), nel loro studio su un campione rappresentativo di 2.036 adulti italiani, mostrano che la propensione a scegliere intermediari orientati all'ESG è significativamente

⁴⁹ Cruciani, C., Gardenal, G., & Amitrano, G. (2022). Op. cit.

⁵⁰ Strauß, N., Krakow, J., & Chesney, M. (2023). It's the news, stupid! The relationship between news attention, literacy, trust, greenwashing perceptions, and sustainable finance investment in Switzerland. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 13(4), 1480–1505.

associata a una maggiore fiducia generalizzata nel sistema finanziario, oltre che all'educazione finanziaria⁵¹.

Il risultato è particolarmente rilevante perché aggiunge un'evidenza specificamente italiana al meccanismo già discusso a livello generale. Se la fiducia opera come condizione di accesso al mercato sostenibile, come mostrato dalla letteratura, la sua centralità è confermata anche sul terreno italiano, dove la propensione a scegliere intermediari ESG dipende sistematicamente dal livello di fiducia generalizzata nel sistema finanziario. Questo dato contribuisce a spiegare perché in Italia il divario tra interesse dichiarato per la sostenibilità e adozione effettiva sia particolarmente accentuato. Dove la fiducia è fragile o disomogenea, anche preferenze ESG genuine faticano a tradursi in scelte concrete.

C'è infine un aspetto importante che la letteratura non nasconde, e che vale la pena richiamare per onestà intellettuale. La fiducia nel consulente non è di per sé una garanzia di esiti migliori per il cliente. Infatti, diversi studi documentano che la consulenza finanziaria non sempre evita la sottoperformance dei portafogli gestiti, che spesso indirizza i clienti verso prodotti più rischiosi o con commissioni più elevate, e che talvolta non corregge, ma anzi rinforza, le loro aspettative errate⁵².

Questa cautela assume una rilevanza particolare nel caso dell'investimento sostenibile. A differenza di un prodotto finanziario tradizionale infatti, la qualità ESG non è un attributo che il cliente può verificare direttamente: è una sorta di bene fiduciario, il cui valore dipende da informazioni che spesso, per vari motivi, restano in larga parte inaccessibili all'investitore retail.

Questo espone il cliente a un duplice rischio: sul piano dei costi, l'orientamento verso prodotti a commissioni più elevate trova nei fondi sostenibili un terreno fertile, poiché questi hanno storicamente scontato oneri di gestione mediamente superiori alla media dei prodotti tradizionali, un sovrapprezzo che Morningstar definisce *greenium*: a fine 2022 l'expense ratio medio ponderato dei fondi sostenibili statunitensi era dello 0.50% contro lo 0.37% dei fondi tradizionali, anche se con un differenziale in progressiva riduzione

⁵¹ Cucinelli, D., & Soana, M. G. (2023). Op. cit.

⁵² Bergstresser, D., Chalmers, J. M. R., & Tufano, P. (2009). Assessing the costs and benefits of brokers in the mutual fund industry. *The Review of Financial Studies*, 22(10), 4129–4156. Hackethal, A., Haliassos, M., & Jappelli, T. (2012). Financial advisors: A case of babysitters? *Journal of Banking & Finance*, 36(2), 509–524.

rispetto agli anni precedenti⁵³. Sul piano della coerenza, una fiducia mal riposta può indirizzare il risparmio verso prodotti solo apparentemente sostenibili.

Il rischio di sottoperformance legato alla consulenza, in altre parole, non discende da un'inferiorità strutturale dell'investimento ESG, ma passa in larga parte da costi e selezione dei prodotti.

In sintesi, la fiducia gioca nell'investimento sostenibile un ruolo che va oltre quello osservato negli investimenti tradizionali: opera contemporaneamente come condizione di accesso al mercato, come riduttore della percezione soggettiva del rischio e come supporto alla traduzione di preferenze valoriali in azioni concrete. Questa molteplicità di funzioni rende tale variabile un elemento centrale della discussione ed anche uno dei temi su cui si concentrerà l'analisi empirica del prossimo capitolo. Le sezioni che seguono completano il quadro mostrando i fattori che possono eroderla o, al contrario, attivarla in modo specifico.

2.2 Il greenwashing come distorsione della fiducia

Dopo aver visto come la fiducia operi nell'investimento sostenibile come variabile critica e multidimensionale, quale condizione di accesso al mercato e supporto alla traduzione di preferenze valoriali in azioni concrete, resta da analizzare tuttavia un fenomeno che la rende particolarmente vulnerabile, e che merita un trattamento autonomo: il greenwashing. Potrebbe essere definito come una distorsione strutturale del rapporto tra investitore retail e prodotti sostenibili, che agisce direttamente sulla fiducia, erodendola alla radice quando l'investitore percepisce che le promesse di sostenibilità non corrispondono ai contenuti effettivi.

Il termine, nel lessico comune, designa una “strategia di comunicazione o di marketing perseguita da aziende, istituzioni, enti che presentano come ecosostenibili le proprie attività, cercando di occultarne l'impatto ambientale negativo”⁵⁴. In ambito finanziario,

⁵³ Morningstar (2023). U.S. Fund Fee Study: Investors Saved Nearly \$9.8 Billion in Fund Fees in 2022. *Morningstar Manager Research*.

⁵⁴ *Greenwashing*, in Vocabolario Treccani online.

questa pratica si traduce nella presentazione di prodotti, fondi o emittenti come sostenibili in misura superiore a quella che le caratteristiche oggettive giustificano. Degli esempi potrebbero essere dichiarazioni promozionali esagerate sulla sostenibilità di un fondo, uso strategico di etichette generiche prive di standard verificabili, classificazione opportunistica all'interno delle categorie regolatorie europee. Quel che accomuna queste manifestazioni è l'effetto di rendere difficile la distinzione tra ciò che è genuinamente sostenibile e ciò che lo è solo nell'apparenza.

Per comprendere come questa pratica trovi terreno fertile occorre chiarire cosa sia un rating ESG. Si tratta di un punteggio sintetico, elaborato da agenzie specializzate, che misura il grado di esposizione di un'azienda ai fattori ambientali, sociali e di governance, oltre che alla qualità con cui essa li gestisce. La logica è aggregare in un unico giudizio decine di indicatori eterogenei e spesso non finanziari, dalle emissioni di gas serra alle politiche sul lavoro, dalla diversità del consiglio di amministrazione alla gestione della catena di fornitura. Non esiste, per questi indicatori, né un'unità di misura comune né un principio contabile condiviso che ne imponga la rilevazione, e ciascuna agenzia è libera di scegliere quali aspetti considerare, come misurarli e quanto pesarli nel punteggio finale. Di conseguenza, una delle ragioni per cui il greenwashing prospera nel mercato finanziario sostenibile non è la malafede sistematica degli operatori, ma una falla dell'infrastruttura informativa. I rating ESG infatti, principale strumento di valutazione della sostenibilità aziendale, divergono significativamente tra le diverse agenzie che li producono.

Lo studio di Billio, Costola, Hristova, Latino e Pelizzon (2021) analizza i criteri ESG utilizzati da quattro delle principali agenzie di rating internazionali (Sustainalytics, RobecoSAM, Refinitiv e MSCI) e documenta un risultato di particolare rilievo in merito⁵⁵. Confrontando i quattro indici ESG costruiti dalle agenzie, gli autori osservano che la quota di società presenti simultaneamente in entrambi gli indici di una stessa coppia di agenzie oscilla tra il 35% e il 59%, mostrando che anche le agenzie più allineate selezionano in comune poco più della metà delle imprese. Allargando l'analisi all'intersezione di tutti e quattro gli indici, il dato è ancora più netto: solo il 15% delle società risulta incluso negli indici ESG di tutte e quattro le agenzie contemporaneamente.

⁵⁵ Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C., & Pelizzon, L. (2021). Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(5), 1426–1445.

Questo significa che una stessa impresa può essere classificata come sostenibile da un'agenzia e non sostenibile da un'altra, non per errore di valutazione, ma perché le diverse agenzie operano con definizioni, metriche e ponderazioni differenti delle dimensioni ambientali, sociali e di governance.

Per l'investitore retail questo fatto ha implicazioni dirette. Anche un investitore informato e in buona fede non dispone di un riferimento univoco per valutare la sostenibilità di un prodotto, dal momento che la stessa azienda può apparire sostenibile o non sostenibile a seconda di quale rating venga consultato. Per il consulente finanziario, il problema è speculare, nel senso che la sua capacità di garantire al cliente la genuinità di un prodotto è limitata dall'eterogeneità degli strumenti di valutazione disponibili. Il greenwashing, in questa prospettiva, non è solo un comportamento opportunistico di alcuni emittenti, ma è anche il prodotto di un'infrastruttura informativa frammentata che lascia spazio a interpretazioni divergenti.

La risposta normativa europea a questa problematica è stata l'introduzione del Regolamento (UE) 2019/2088 sulla *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR), entrato pienamente in vigore nel marzo 2021. Il regolamento impone agli operatori finanziari di classificare i propri prodotti (quali fondi comuni di investimento, prodotti assicurativi, fondi pensione e gestioni patrimoniali) in tre categorie: Articolo 6 (prodotti che non promuovono caratteristiche di sostenibilità), Articolo 8 (prodotti che promuovono caratteristiche ambientali o sociali) e Articolo 9 (prodotti che hanno la sostenibilità come obiettivo primario). L'obiettivo dichiarato è fornire agli investitori uno strumento standardizzato per orientarsi nel mercato sostenibile, riducendo lo spazio per il greenwashing.

A cinque anni dall'introduzione, l'efficacia della SFDR è oggetto di un dibattito ancora aperto, e proprio l'esistenza di evidenze divergenti merita una particolare attenzione. Da un lato, Becker, Martin e Walter (2022), analizzando un ampio campione di fondi europei, mostrano che le label SFDR hanno effettivamente influenzato le scelte degli investitori individuali. Secondo la loro ricerca, i fondi classificati come Articolo 8 e Articolo 9 hanno registrato afflussi netti significativamente superiori dopo l'introduzione delle etichette, e i fondi soggetti alla regolamentazione hanno aumentato il proprio rating ESG complessivo nel periodo successivo all'intervento normativo⁵⁶. La conclusione degli

⁵⁶ Becker, M. G., Martin, F., & Walter, A. (2022). The power of ESG transparency: The effect of the new SFDR sustainability labels on mutual funds and individual investors. *Finance Research Letters*, 47, 102708.

autori è che la trasparenza imposta dalla SFDR ha mobilitato capitale verso prodotti sostenibili, riducendo almeno in parte le asimmetrie informative che alimentavano il greenwashing.

Dall'altro lato, Allcott, Egan, Smeets e Yang (2026) documentano risultati molto diversi. La loro analisi, infatti, non rileva effetti statisticamente significativi dell'introduzione della normativa né sui flussi verso i fondi Articolo 8 e Articolo 9 rispetto ai fondi Articolo 6, né sulla sostenibilità effettiva dei portafogli misurata attraverso emissioni di gas serra ed environmental scores⁵⁷. Gli autori, in un'indagine complementare condotta su investitori retail, riscontrano inoltre che solo il 23.5% dei partecipanti dichiara una qualche familiarità con la SFDR prima dello studio, suggerendo che la regolamentazione non sia riuscita a raggiungere efficacemente il proprio destinatario finale. La loro conclusione è che, per come è stata implementata, la normativa non ha prodotto effetti comportamentali significativi nella riduzione del greenwashing.

Accanto a queste due letture accademiche, l'evidenza raccolta dagli analisti di mercato mostra che il greenwashing non è un rischio teorico ma un fenomeno osservabile nei dati. Le rilevazioni di Morningstar documentano un'ondata di declassamenti dalla categoria più ambiziosa, l'Articolo 9, a quella intermedia, l'Articolo 8: nel solo quarto trimestre del 2022 circa 307 fondi sono stati retrocessi, non per un mutamento delle loro strategie, ma perché il requisito di investire quasi integralmente in attività sostenibili ha reso insostenibile un'etichetta che molti prodotti avevano adottato senza possederne i presupposti⁵⁸. Sul fronte dei nomi, dove l'aggiunta di termini come ESG o sostenibile attira flussi a prescindere dal contenuto effettivo, l'ESMA è intervenuta con linee guida che, allo scopo dichiarato di proteggere gli investitori da affermazioni di sostenibilità infondate o esagerate, impongono che almeno l'80% degli investimenti di un fondo sia destinato a perseguire le caratteristiche dichiarate nella denominazione⁵⁹. In entrambi i casi, nella fase iniziale le categorie e i nomi hanno funzionato in parte come etichette commerciali sganciate da una sostanza verificabile, e l'investitore retail non poteva farvi affidamento come scorciatoia per riconoscere la sostenibilità reale.

⁵⁷ Allcott, H., Egan, M. L., Smeets, P., & Yang, H. (2026). *The effects of regulating greenwashing: Evidence from Europe's Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)* (NBER Working Paper No. 34624). National Bureau of Economic Research.

⁵⁸ Morningstar (2023). ESG Fund Downgrade Accelerates. Morningstar, 2 febbraio 2023.

⁵⁹ ESMA (2024). *Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms* (ESMA34-1592494965-657). European Securities and Markets Authority.

La divergenza tra le fonti riportate non va minimizzata né risolta artificiosamente, in quanto riflette una questione aperta nella letteratura sulla finanza sostenibile, e segnala che gli strumenti regolatori, seppur necessari, non sono di per sé sufficienti a ricostituire la fiducia degli investitori nei prodotti ESG. La trasparenza normativa è una condizione necessaria, ma diventa effettiva solo quando viene tradotta operativamente nel rapporto consulenziale e quando l'investitore retail dispone degli strumenti cognitivi per integrarla nelle proprie decisioni.

Se le evidenze sull'efficacia normativa sono ambigue, quelle sull'effetto comportamentale della percezione di greenwashing sono al contrario relativamente convergenti. Strauß, Krakow e Chesney (2023) analizzano un campione rappresentativo della popolazione svizzera per esaminare come la percezione di greenwashing si relazioni con l'intenzione di investire in prodotti sostenibili⁶⁰. Essi giungono al risultato che la percezione di greenwashing sia negativamente associata all'intenzione di investire in prodotti sostenibili, al contrario della fiducia nell'industria della finanza sostenibile, con la quale invece vi è (ovviamente) una correlazione positiva. Più rilevante ancora, gli autori osservano che la *sustainable finance literacy*, seppur importante, non sia un predittore delle intenzioni di investimento, mentre lo sono in modo più marcato la fiducia e la percezione di greenwashing. In altri termini, essere più ferrati in materia non basta a tradurre le proprie conoscenze in azione: bisogna anche fidarsi che ciò che si compra corrisponda a ciò che dichiara di essere.

Il dato è coerente con un meccanismo che attraversa tutta la discussione. Quando il greenwashing entra a far parte del bagaglio cognitivo dell'investitore retail, anche solo come sospetto, la fiducia su cui si regge l'intera architettura della partecipazione al mercato sostenibile si erode. Non solo frena l'adesione di chi sarebbe altrimenti propenso a investire, ma compromette anche la stabilità delle posizioni esistenti, esponendo il segmento ESG a fenomeni di disinvestimento difensivo nei momenti di tensione mediatica.

Nel contesto italiano, il problema del greenwashing assume una dimensione particolarmente delicata, intrecciandosi con la fragilità strutturale della fiducia generalizzata già discussa nel paragrafo precedente. Cruciani, Gardenal e Amitrano (2022) riportano un dato che merita di essere richiamato esplicitamente: secondo

⁶⁰ Strauß, N., Krakow, J., & Chesney, M. (2023). Op. cit.

l'indagine condotta sui consulenti finanziari italiani, una quota maggioritaria dei clienti retail non è nemmeno consapevole dell'esistenza del fenomeno greenwashing, mentre una quota ulteriore conosce il problema ma ritiene di esserne protetta dal rapporto con il proprio consulente⁶¹. Il dato apre una doppia tensione. Da un lato, l'inconsapevolezza espone gli investitori meno informati a prodotti potenzialmente “ingannevoli”. Dall'altro, il trasferimento di responsabilità di vigilanza al consulente – pur razionale dal punto di vista del cliente – sposta il problema senza risolverlo, e lo concentra in un punto unico del sistema dove un eventuale fallimento (per incompetenza, conflitto di interessi o limiti informativi del consulente stesso) ha effetti amplificati.

Il paradosso italiano dell'investimento ESG, descritto nell'introduzione attraverso il divario tra interesse dichiarato e adozione effettiva, trova in questo modo una delle sue componenti più rilevanti.

Per concludere, il greenwashing non è solo un problema di etica aziendale o di vigilanza regolatoria, ma è una distorsione che agisce direttamente sulla fiducia e ne mina le fondamenta proprio nel momento in cui questa dovrebbe attivare la traduzione delle preferenze in azione. La risposta normativa europea, attraverso l'introduzione della SFDR, ha aperto un percorso ma non ha risolto il problema, come dimostra l'evidenza empirica ancora divergente in merito alla sua efficacia. Restano dunque due leve aperte: il modo in cui l'informazione viene presentata all'investitore – il cosiddetto *framing* – e il ruolo concreto del consulente come mediatore tra complessità del mercato e capacità del cliente, tema del blocco conclusivo del capitolo.

2.3 Il framing effect: come la presentazione dell'informazione modifica le scelte ESG

Dopo aver identificato due degli elementi fondamentali della relazione tra investitore retail e investimento sostenibile, ossia fiducia e percezione di greenwashing, resta ora da affrontare un terzo elemento, di natura diversa ma altrettanto rilevante per comprendere il comportamento dell'investitore, ovvero il modo in cui l'informazione viene presentata.

⁶¹ Cruciani, C., Gardenal, G., & Amitrano, G. (2022). Op. cit.

Lo stesso prodotto, con gli stessi fondamentali, può generare scelte sistematicamente diverse a seconda di come viene descritto, contestualizzato e visualizzato.

La nozione di framing effect ha origine nei lavori di Tversky e Kahneman (1981), che ne forniscono la dimostrazione sperimentale più celebre attraverso quello che è poi divenuto noto come “problema della malattia asiatica”⁶². Ai partecipanti viene chiesto di scegliere tra due programmi sanitari per fronteggiare una malattia che si prevede uccida 600 persone. Nella prima formulazione, i programmi sono descritti in termini di vite salvate: il Programma A salva con certezza 200 persone, il Programma B offre una probabilità di un terzo di salvarne 600 e di due terzi di non salvarne nessuna. In queste condizioni, il 72% dei rispondenti sceglie il Programma A, l'opzione teoricamente più sicura. Nella seconda formulazione, gli stessi programmi vengono descritti in termini di vite perdute: il Programma C comporta la morte certa di 400 persone, il Programma D offre una probabilità di un terzo che nessuno muoia e di due terzi che muoiano tutti. In queste condizioni, il 78% sceglie il Programma D, ovvero l'opzione teoricamente più rischiosa. Le due formulazioni sono matematicamente identiche, ma i partecipanti rovesciano completamente la propria preferenza. Essi, infatti, si dimostrano avversi al rischio quando si parla di guadagni, propensi al rischio quando si parla di perdite. Il messaggio teorico è che le preferenze degli individui non sono indipendenti dal dominio in cui le decisioni vengono presentate; al contrario, il dominio (delle perdite o dei guadagni) modifica la valutazione stessa delle alternative. In altri termini, il modo in cui delle informazioni vengono presentate non è neutrale nel processo decisionale, ma anzi è parte integrante della decisione che ne deriva. Tversky e Kahneman estendono questo principio alla teoria della scelta razionale, mostrando come la dipendenza delle preferenze dalla formulazione dei problemi rappresenti una sfida fondamentale ai modelli normativi classici di razionalità.

Trasferito in ambito finanziario, ed in particolare degli investimenti ESG, il framing effect assume forme specifiche e ben documentate. Una delle dimostrazioni empiricamente più potenti viene dal lavoro di Hartzmark e Sussman (2019), pubblicato sul *Journal of Finance*⁶³. Gli autori costruiscono la loro analisi attorno a un evento che rappresenta una

⁶² Tversky, A., & Kahneman, D. (1981). The framing of decisions and the psychology of choice. *Science*, 211(4481), 453–458.

⁶³ Hartzmark, S. M., & Sussman, A. B. (2019). Do investors value sustainability? A natural experiment examining ranking and fund flows. *The Journal of Finance*, 74(6), 2789–2837.

situazione ideale per osservare il fenomeno da vicino: nel marzo 2016 infatti, Morningstar introduce per la prima volta un sistema di rating di sostenibilità per oltre 20.000 fondi comuni statunitensi, classificandoli con un sistema visivo basato su un numero di "globi" da uno (bassa sostenibilità) a cinque (alta sostenibilità). L'aspetto cruciale è che questi rating non riflettono nuove informazioni sui fondi, in quanto il sistema di Morningstar prende semplicemente dati già pubblicamente disponibili e li ripresenta in forma più visibile e accessibile.

I risultati sono di forte impatto. Nei mesi successivi alla pubblicazione, i fondi a cui vengono attribuiti cinque globi registrano afflussi netti significativamente superiori, mentre quelli valutati con un globo soltanto, subiscono deflussi consistenti. Gli autori stimano che, nel corso degli undici mesi successivi all'introduzione del sistema, i fondi a un globo abbiano perso tra i 12 e i 15 miliardi di dollari, mentre quelli a cinque globi ne abbiano attratti tra i 24 e i 32.

Un dettaglio dello studio merita particolare attenzione. Morningstar non ha pubblicato soltanto i globi, ma ha reso visibili contemporaneamente tre informazioni sulla stessa pagina di ogni fondo: un punteggio numerico di sostenibilità, il rango percentile del fondo nella propria categoria e l'icona dei globi. Le tre misure contengono sostanzialmente la stessa informazione, presentata però in forme diverse, dalla più precisa ma astratta (il punteggio numerico) alla più immediata e visiva (l'icona dei globi appunto). Hartzmark e Sussman dimostrano che i flussi degli investitori reagiscono quasi esclusivamente all'icona, mentre il punteggio numerico e il percentile non producono effetti significativi sui comportamenti, nonostante forniscano in realtà il medesimo segnale ma in forma più dettagliata e meno "immediata". Il messaggio che ne deriva è che il modo in cui l'informazione viene presentata incide nettamente sulle scelte definitive. Questa evidenza è particolarmente importante per l'analisi perché dimostra che il framing non sia un effetto residuale o marginale. Quando l'informazione è categoriale e visiva, attira attenzione e modifica i comportamenti; quando è quantitativa e neutra, viene sostanzialmente ignorata.

Una conferma più recente viene dallo studio di Seifert e colleghi (2024)⁶⁴. Gli autori conducono un esperimento incentivato su 2.254 partecipanti austriaci che devono allocare un budget di 600 euro tra quattro fondi, due di questi "tradizionali" e due sostenibili, ma

⁶⁴ Seifert, M., Spitzer, F., Haeckl, S., Gaudeul, A., Kirchler, E., Palan, S., & Gangl, K. (2024). Can information provision and preference elicitation promote ESG investments? Evidence from a large, incentivized online experiment. *Journal of Banking & Finance*, 161, 107114.

identici in termini di profilo rischio-rendimento. Prima della scelta, i partecipanti vengono assegnati casualmente a una delle quattro condizioni informative:

- un'informazione di base sugli ESG
- un'informazione che enfatizza il rendimento finanziario dei prodotti ESG
- un'informazione che enfatizza l'impatto ambientale e sociale
- entrambe le informazioni combinate.

I risultati mostrano che sia il framing con focus sul rendimento finanziario, sia quello con focus sull'impatto ambientale, aumentano significativamente l'allocazione media in fondi sostenibili rispetto alla condizione di base, con magnitudo simile, anche se combinare le due tipologie di informazione non produce un effetto cumulativo. Anche in questo caso, il dato è teoricamente rilevante perché indica che il framing ha un impatto significativo, ma è come se avesse dei “rendimenti marginali” decrescenti, ovverosia, sovrapporre più motivazioni non amplifica ulteriormente l'effetto.

Un terzo filone empirico, complementare ai due precedenti, viene dal lavoro di Barreda-Tarrazona, Matallín-Sáez e Balaguer-Franch (2011) sul *Journal of Business Ethics*⁶⁵. Gli autori conducono un esperimento con studenti universitari spagnoli, divisi in gruppi di controllo e di trattamento. I partecipanti devono scegliere tra fondi con diverse caratteristiche – rendimento storico, rischio, presenza o assenza di criteri SRI – e il gruppo trattato riceve, in aggiunta, un'informazione esplicita sulle performance positive degli SRI. L'esperimento mostra che i partecipanti danno peso significativo ai criteri SRI nella scelta dei fondi, accettando comunque un trade-off tra rendimento e sostenibilità anche in assenza di trattamento informativo, ma che l'effetto è amplificato da informazioni mirate sulla performance. Infatti, la propensione a scegliere fondi SRI aumenta significativamente nel gruppo trattato rispetto al gruppo di controllo.

Gli autori documentano però un'eterogeneità rilevante, in quanto l'effetto del trattamento informativo non è risultato essere uniforme tra i partecipanti, ma al contrario varia in funzione delle loro caratteristiche di partenza. I rispondenti con valori più progressisti o con maggiore interesse per i temi sociali mostrano un'adesione ai fondi SRI sostanzialmente più alta, anche a parità di informazione ricevuta. In altri termini, il framing non sembrerebbe agire come un interruttore universale, ma probabilmente come

⁶⁵ Barreda-Tarrazona, I., Matallín-Sáez, J. C., & Balaguer-Franch, M. R. (2011). Measuring investors' socially responsible preferences in mutual funds. *Journal of Business Ethics*, 103(2), 305–330.

amplificatore di una predisposizione preesistente, facendo fatica a generarla dove non presente. Per il consulente finanziario, il dato suggerisce che la stessa modalità comunicativa può produrre effetti molto diversi a seconda del cliente che ha di fronte.

Le evidenze qui passate in rassegna convergono su un punto. Il framing è una tecnica che, se utilizzata con consapevolezza, può incidere significativamente sull'adesione ai prodotti ESG (e non solo) anche a parità di caratteristiche oggettive. Questa malleabilità non va letta come un'anomalia o come una deviazione dalla razionalità economica, in quanto riflette la struttura cognitiva con cui gli individui processano informazioni complesse e prendono decisioni in condizioni di incertezza.

Vi sono tre implicazioni che emergono qui con chiarezza. La prima riguarda l'interpretazione delle preferenze dichiarate: ciò che l'investitore afferma di volere dipende almeno in parte dalla cornice in cui la domanda gli viene posta, e questo ridimensiona la validità delle indagini di preferenza che non controllano per il framing del questionario.

La seconda riguarda la natura del lato dell'offerta: la stessa informazione, può produrre effetti comportamentali sostanzialmente diversi a seconda di come viene presentata.

La terza, e più rilevante per il filo conduttore di questa tesi, riguarda la traduzione delle preferenze in scelte concrete: il framing è uno dei meccanismi attraverso cui questa traduzione può essere facilitata o ostacolata, e dunque uno degli elementi su cui si gioca il colmamento del divario tra interesse dichiarato e adozione effettiva.

2.4 Il ruolo prescrittivo del consulente: tra correzione dei bias e rispetto delle preferenze

La consulenza finanziaria può essere intesa in tre modi. Una versione "normativa" cerca di convincere l'investitore ad adattare le proprie preferenze a quelle razionali che conducono al portafoglio ottimo. Una versione "descrittiva", all'opposto, si limita a registrare le preferenze del cliente e a costruire un portafoglio coerente con quelle preferenze, qualunque esse siano. Una versione "prescrittiva", infine, non cerca una generica via di mezzo tra le due, ma prova a temperarne gli aspetti divergenti. Riconosce che le preferenze del cliente possono talvolta essere distorte da errori di ragionamento, come credenze infondate, scorciatoie cognitive o percezioni alterate, e

considera compito del consulente intervenire su queste distorsioni per spingere l'investitore verso decisioni più coerenti con i suoi obiettivi reali, rispettando al tempo stesso le preferenze legittime. Nella pratica della consulenza finanziaria moderna, l'approccio prescrittivo pare essere quello dominante. Il consulente, infatti, non deve essere un esecutore neutrale, ma un professionista che guida, modula e talvolta corregge le scelte del cliente.

Il framework concettuale di riferimento per questa funzione del consulente è quello già introdotto nella sezione 1.3, ovvero la distinzione tra errori di ragionamento ed errori di preferenza nella formulazione di Pompian (*Moderate or Adapt*). Senza ripetere quanto già discusso, è utile richiamare brevemente il principio operativo: il consulente è chiamato a *correggere* quando la divergenza dal portafoglio ottimo deriva da errori di ragionamento (credenze infondate, scorciatoie cognitive, percezioni distorte) e a *adattare* quando deriva da errori di preferenza (preferenze valoriali e identitarie). La modulazione di questa scelta è in funzione della ricchezza del cliente, anch'essa già trattata.

Resta da affrontare però un aspetto che la sezione 1.3 aveva solamente accennato, ovvero come questo framework prescrittivo si traduca concretamente nella pratica consulenziale, e quali sono i meccanismi attraverso cui il consulente esercita la propria funzione di intervento sulle scelte del cliente.

L'evidenza empirica documenta tre canali principali attraverso cui il consulente esercita la propria funzione prescrittiva.

Il primo di questi è la riduzione dei costi cognitivi della decisione. Infatti, un cliente che si trova davanti a centinaia di prodotti ricorre inconsciamente alle euristiche per semplificare la scelta, le quali però possono produrre errori sistematici. Il consulente, restringendo l'universo dei prodotti rilevanti a un sottoinsieme che sia coerente con le caratteristiche del cliente, riduce il carico cognitivo della decisione, e con esso anche il rischio di scelte mal ponderate. Uno studio di Engelmann e colleghi (2009) ha infatti mostrato sperimentalmente che ricevere un consiglio di investimento alleggerisce

significativamente il processo cognitivo, anche quando il consiglio non aggiunge informazioni nuove ma si limita a strutturare quelle già disponibili⁶⁶.

Il secondo canale è la mitigazione dei bias comportamentali. La letteratura empirica documenta che i clienti assistiti da un consulente mostrano un disposition effect meno accentuato, vendendo i titoli in perdita con maggiore disciplina rispetto agli investitori autonomi, e una migliore diversificazione di portafoglio⁶⁷. Va precisato però che si tratta di una correlazione non priva di possibili meccanismi alternativi: non è chiaro se sia il consulente a correggere il bias del cliente o se siano i clienti meno biased ad autoselezionarsi verso la consulenza.

Il terzo canale è il supporto alla partecipazione al mercato. Secondo Vissing-Jorgensen (2003) i costi di informazione e di ricerca rappresentano una delle barriere principali alla partecipazione degli investitori retail ai mercati finanziari⁶⁸. Il consulente, dunque, agendo come filtro informativo, abbate queste barriere e permette a investitori che altrimenti rimarrebbero ai margini di accedere a strumenti potenzialmente vantaggiosi. Questo canale è particolarmente rilevante per gli investimenti ESG, dove la complessità informativa è amplificata dalla proliferazione di etichette e dalla divergenza dei rating, e dove l'ingresso autonomo dell'investitore retail è realisticamente difficile.

2.5 I limiti dell'approccio prescrittivo: quando la consulenza fallisce

Il quadro fin qui descritto presenta il consulente nella sua funzione idealizzata, ovvero come un professionista che applica con competenza il framework di Pompian, intervenendo nei punti giusti e rispettando le preferenze legittime del cliente. La realtà osservata empiricamente è più sfumata, e merita di essere richiamata con onestà perché ha implicazioni dirette per l'analisi che seguirà.

⁶⁶ Engelmann, J. B., Capra, C. M., Noussair, C., & Berns, G. S. (2009). Expert financial advice neurobiologically "offloads" financial decision-making under risk. *PLoS ONE*, 4(3), e4957.

⁶⁷ Cruciani, C., Gardenal, G., Amitrano, G. (2022). Op. cit.

⁶⁸ Vissing-Jørgensen, A. (2003). Perspectives on behavioral finance: Does "irrationality" disappear with wealth? Evidence from expectations and actions. *NBER Macroeconomics Annual*, 18, 139–194.

L'evidenza più significativa viene da uno studio sperimentale condotto da Mullainathan, Noeth e Schoar (2012) sul mercato della consulenza finanziaria di Boston e Cambridge⁶⁹. Gli autori dimostrano come i consulenti, in media, non correggano i bias del cliente quando questo va contro i loro interessi economici. Un cliente che arriva con un portafoglio già ottimo a basso costo viene spesso reindirizzato verso fondi a gestione attiva con commissioni più alte. Al contrario, un cliente che insegue performance recenti viene assecondato in quel comportamento, anche se la letteratura accademica dimostra che si tratta di una strategia perdente.

In altri termini, ci sono evidenze che mostrano come il mercato della consulenza finanziaria, lasciato a sé stesso, tenda a rinforzare alcuni bias del cliente quando ciò è economicamente conveniente per il consulente – l'esatto opposto di ciò che il framework prescrittivo prevede.

Un'altra evidenza, complementare alla precedente, viene dallo studio di Foerster, Linnainmaa, Melzer e Previtero (2017), pubblicato sul *Journal of Finance* e basato su dati amministrativi di oltre 580.000 clienti e 5.920 consulenti canadesi⁷⁰. Gli autori si pongono una domanda apparentemente semplice, ovvero quanto i portafogli dei clienti rispecchino davvero le caratteristiche dei clienti stessi (la loro tolleranza al rischio, l'età, l'orizzonte di investimento, la conoscenza finanziaria), e quanto invece le abitudini del consulente che li ha costruiti.

Secondo gli autori, le caratteristiche personali del cliente spiegano solo il 12% delle differenze tra portafogli, mentre l'identità del consulente – cioè il semplice fatto che un cliente sia seguito da un certo professionista piuttosto che da un altro – ne spiega il 22%. Detto in altri termini, sapere chi è il consulente di un cliente predice il suo portafoglio quasi due volte meglio di quanto lo predica conoscere il cliente stesso. Approfondendo l'analisi, gli autori scoprono che il singolo fattore più predittivo del portafoglio del cliente è l'allocazione che il consulente ha scelto per il proprio portafoglio personale. Il che vale a dire che gli investitori, più che ricevere una consulenza adattata alle proprie esigenze, ricevono una sorta di replica delle preferenze del professionista che li segue.

⁶⁹ Mullainathan, S., Noeth, M., & Schoar, A. (2012). *The market for financial advice: An audit study*. NBER Working Paper No. 17929.

⁷⁰ Foerster, S., Linnainmaa, J. T., Melzer, B. T., & Previtero, A. (2017). Op. cit.

Gli autori sintetizzano questo pattern con l'etichetta *one-size-fits-all advice*: una consulenza che, dietro l'apparenza della personalizzazione, applica in realtà uno stile standardizzato a clienti molto diversi tra loro.

I due paper appena citati non sgretolano il valore della consulenza, ma ne ridimensionano la versione idealizzata e introducono una sfumatura importante per la presente ricerca. Il consulente non è automaticamente un correttore di bias: può esserlo, secondo il framework di Pompian, ma può anche operare in direzione opposta, ad esempio assecondando bias che gli sono economicamente convenienti o standardizzando le scelte secondo le proprie preferenze personali invece di quelle del cliente. Comprendere quale dei due modelli prevalga in un determinato contesto richiede di esaminare sia le caratteristiche del consulente sia quelle del cliente che vi si rivolge.

Lato consulente, l'evidenza italiana di Bongini, Cucinelli e Rossolini (2025) offre un contributo specifico sul terreno ESG. Su un campione di 249 consulenti italiani, gli autori mostrano che la propensione a raccomandare prodotti sostenibili dipende in modo statisticamente significativo da tre fattori: l'atteggiamento personale del consulente verso la sostenibilità, la sua conoscenza autodichiarata sugli strumenti ESG e le norme soggettive, ovvero la percezione che colleghi e clienti si aspettino questo determinato tipo di raccomandazione⁷¹. Il dato è coerente con il framework prescrittivo, in quanto il consulente non è un veicolo neutrale tra preferenze del cliente e prodotti ESG, ma un soggetto con proprie convinzioni, competenze e pressioni sociali, che modulano in modo sistematico l'esito della consulenza. Sul terreno specifico della sostenibilità, la qualità della consulenza ESG non dipende solo dalle preferenze del cliente, ma dalla cultura e dalla competenza del consulente che lo riceve.

Lato cliente, le caratteristiche che modulano la qualità della relazione consulenziale sono molteplici, e includono la fiducia, l'educazione finanziaria e la capacità di articolare preferenze complesse, in particolare quelle ESG, che spesso sono latenti e attendono di essere riconosciute. La sezione successiva affronta proprio questo aspetto: il ruolo del

⁷¹ Bongini, P., Cucinelli, D., & Rossolini, M. (2025). Op. cit.

consulente come rivelatore di preferenze che il cliente possiede ma non ha ancora trasformato in scelte consapevoli.

2.6 Il consulente come rivelatore di preferenze latenti

Dopo aver analizzato la funzione prescrittiva del consulente con tutti i limiti che la letteratura empirica ha messo in luce, si esamina ora un'altra funzione complementare alla prima ma concettualmente diversa, ovvero quella di rivelatore di preferenze che il cliente possiede ma non è ancora riuscito a tradurre in scelte concrete. Questa funzione è centrale per la ricerca, perché è il meccanismo attraverso cui si chiude – almeno potenzialmente – il divario tra preferenze ESG dichiarate e comportamento effettivo descritto nella sezione 1.2.

Quando si parla del consulente come rivelatore, non si intende un soggetto che crea preferenze nel cliente, suggerendogliele o costruendole dal nulla. Le preferenze ESG, come visto nella sezione 1.1, esistono nella popolazione retail con sufficiente diffusione e robustezza da non poter essere considerate un effetto di marketing. Il problema è che spesso queste preferenze rimangono in uno stato latente, nel senso che il cliente le possiede in qualche forma, ma non le ha mai esplicitate, articolate o tradotte in criteri di scelta operativi. Non sa di averle, oppure sa di averle ma non le traduce in scelte concrete di portafoglio. Il consulente, in questa lettura, non aggiunge nulla di nuovo, aiuta solamente a portare alla luce qualcosa che era già presente.

Un parallelo utile per visualizzare questo meccanismo viene da un caso già incontrato nella sezione 2.3 sul framing. Quando Morningstar ha introdotto i rating di sostenibilità a globi nel marzo 2016, ha generato spostamenti di flussi nell'ordine di decine di miliardi di dollari. Le preferenze degli investitori per la sostenibilità non sono state create da Morningstar, esistevano già.

Quello che è cambiato è la salienza dell'informazione, cioè la sua capacità di farsi notare e di essere usata come criterio di scelta. Il consulente finanziario, in molti casi, esercita una funzione analoga a quella dei globi Morningstar, rendendo evidente per il cliente un'informazione sui prodotti sostenibili che quest'ultimo non sapeva o non riusciva a

elaborare in autonomia, e questo basta a tradurre una preferenza latente in una scelta concreta.

Il paper più rilevante per documentare empiricamente la funzione del consulente come rivelatore è quello di Lucarelli, Citi e Pasquino (2026), pubblicato su *Business Strategy and the Environment*. Il disegno dello studio è concettualmente simile a quello di Seifert e colleghi incontrato nella sezione 2.3, ma con una differenza cruciale nella natura del trattamento. Mentre Seifert variava il contenuto dell'informazione (financial vs impact), Lucarelli e colleghi variano la fonte: i 708 partecipanti provenienti da Germania, Francia, Italia e Spagna, vengono assegnati casualmente a un gruppo di trattamento o di controllo, e in entrambi i casi guardano un video in cui un consulente finanziario simulato spiega concetti base di pianificazione finanziaria. La differenza è solo nella conclusione: il video del gruppo di trattamento si chiude con una sezione informativa specifica sull'investimento sostenibile, mentre il video di controllo si chiude con un contenuto regolatorio neutro relativo alla normativa MiFID. Dopo il video, tutti i partecipanti devono distribuire un budget tra quattro opzioni di investimento: due fondi azionari tradizionali, un fondo obbligazionario e un fondo sostenibile⁷².

Il risultato principale è che il gruppo trattato alloca al fondo sostenibile una quota significativamente maggiore rispetto al gruppo di controllo, con un effetto del trattamento di circa 3.5 punti percentuali. Il dato è particolarmente importante per il filo argomentativo di questa tesi, perché l'unica differenza tra i due gruppi è l'informazione sulla sostenibilità trasmessa nei pochi minuti finali del video. L'effetto è quindi attribuibile alla sola attivazione cognitiva prodotta dall'intervento informativo del consulente.

Il contributo teoricamente più rilevante dello studio è l'identificazione del canale attraverso cui questo effetto opera. Gli autori conducono un'analisi di mediazione che mostra come l'effetto del consulente passi prevalentemente attraverso una variabile specifica, ovvero la percezione che l'investimento sostenibile produca un impatto reale sull'ambiente e sulla società. Questa percezione, misurata nei partecipanti prima e dopo il trattamento, emerge come il fattore mediatore principale di tutta la relazione. In altri termini, il consulente non influenza la scelta aumentando la conoscenza tecnica del prodotto, né correggendo aspettative di rendimento. Lo fa convincendo il cliente che il proprio investimento avrà conseguenze concrete nel mondo reale.

⁷² Lucarelli, C., Citi, M., & Pasquino, M. (2026). Op. cit.

Il dato si collega in modo interessante all'argomento di Bonnefon e colleghi visto nel paragrafo 1.1, dove era stato sottolineato come gli investitori retail sembrano motivati prevalentemente da value alignment (dunque coerenza tra portafoglio e valori personali) più che da impact seeking (ovvero la volontà di produrre impatto reale). Lo studio di Lucarelli e colleghi non contraddice questa lettura, ma la arricchisce. Mostra che, per un gruppo significativo di investitori, la traduzione delle preferenze valoriali in scelte concrete passa proprio attraverso la convinzione che l'investimento abbia conseguenze tangibili. Il consulente che riesce a comunicare credibilmente questa connessione tra azione individuale ed effetto reale, opera esattamente sul ponte cognitivo che separa la preferenza latente dalla scelta concreta.

Una lettura superficiale dei risultati di questo studio potrebbe far pensare che basti far parlare un consulente di sostenibilità per ottenere effetti rilevanti. La realtà è più sfumata, e gli autori mostrano in dettaglio che l'effetto è fortemente eterogeneo, dal momento che varia significativamente a seconda delle caratteristiche del cliente che riceve l'intervento. In questo senso, tre dimensioni emergono come particolarmente rilevanti.

La prima è l'educazione finanziaria. Per i clienti con bassa literacy finanziaria, l'effetto dell'intervento del consulente è statisticamente non significativo: il messaggio non riesce a essere processato e tradotto in azione. L'effetto cresce significativamente all'aumentare della literacy.

La seconda è la sustainable finance knowledge (SFK), la conoscenza specifica degli strumenti e dei meccanismi della finanza sostenibile. Gli autori mostrano che l'SFK ha un effetto diretto positivo sull'allocazione ESG, indipendentemente dal trattamento del consulente: chi conosce meglio la finanza sostenibile alloca di più in fondi ESG, sia che venga esposto al video informativo sia che non lo sia. L'effetto del consulente, dal canto suo, opera su un canale indipendente che non interagisce con il livello di SFK. In altri termini, conoscenza e consulenza operano in modo additivo, non sostitutivo. La prima costituisce una predisposizione strutturale, la seconda un'attivazione contingente.

La terza dimensione riguarda le preferenze sostenibili dichiarate. Gli autori si aspettavano che l'intervento del consulente avesse un effetto maggiore sui clienti già orientati alla sostenibilità – l'idea era che il consulente "rinforzasse" preferenze esistenti. I dati mostrano un quadro più articolato. In media, l'effetto del trattamento non differisce significativamente tra clienti pro-ESG e clienti scettici. Solo nelle fasce di allocazione più alte (cioè per chi alloca quote consistenti del portafoglio in fondi sostenibili) il trattamento

amplifica l'effetto delle preferenze dichiarate. Detto altrimenti: l'intervento del consulente non basta a convincere uno scettico, ma quando incontra una preferenza valoriale già forte la rende operativa, traducendola in un'allocazione più sostanziosa.

Il quadro che emerge da questa sezione si lega in modo diretto al filo conduttore del capitolo. Se le preferenze ESG esistono ma sono spesso latenti, se il divario tra dichiarato e effettivo è strutturale, se i bias cognitivi e la fiducia modulano questa traduzione, e se il framing dell'informazione modifica le scelte, allora il consulente è il soggetto che, nella pratica reale, può attivare o ostacolare il passaggio finale dalla preferenza all'azione. La sua funzione di rivelatore opera attraverso la salienza dell'informazione, la riduzione della complessità cognitiva e la costruzione della percezione di impatto reale, ma richiede una serie di condizioni perché possa effettivamente esercitarsi, quali caratteristiche del cliente, competenze e atteggiamenti del consulente, qualità della relazione tra i due.

Le leve esaminate in questo capitolo, dalla fiducia al greenwashing, dal framing al ruolo del consulente, mostrano che il divario tra preferenza dichiarata e scelta effettiva non si gioca soltanto nella mente dell'investitore, ma anche nel modo in cui il mercato e la consulenza gli presentano la sostenibilità e gliela rendono accessibile. La parte teorica di questa tesi consegna così una mappa dei fattori che, dal lato della domanda e da quello dell'offerta, possono allargare o richiudere quel divario. È questa la complessità che l'analisi empirica intende affrontare, studiando come tali fattori si distribuiscano tra gli investitori retail italiani e quali leve possano effettivamente ridurre la distanza tra preferenze dichiarate e scelte concrete.

Capitolo III

L'analisi empirica: consulente, valori e credenze nell'adozione degli investimenti sostenibili

Introduzione

Il divario tra l'interesse dichiarato verso gli investimenti sostenibili e la loro effettiva presenza nei portafogli, ricostruito nei capitoli teorici, viene qui messo alla prova dei dati. La fonte è la seconda rilevazione dell'indagine GRINS, progettata dal gruppo di ricerca del progetto, che ne ha definito i contenuti e la manipolazione sperimentale, e somministrata nel 2025 da BVA Doxa a un campione di investitori italiani. La lettura che orienta il capitolo è che il divario non dipenda soltanto dalle preferenze individuali, ma anche dai meccanismi che ne consentono o ne ostacolano la traduzione in scelte di portafoglio.

L'analisi si concentra su tre di questi meccanismi. Il primo è il rapporto tra valori personali e presenza di un consulente finanziario nella determinazione dell'adozione di prodotti sostenibili: i due fattori possono operare in modo complementare, sostituirsi l'uno all'altro o agire come canali indipendenti, e la distinzione comporta valutazioni diverse sul ruolo della consulenza. Il secondo è l'individuazione degli attributi della relazione di consulenza effettivamente associati all'adozione, con particolare riguardo al confronto tra la fiducia dichiarata nelle raccomandazioni e le caratteristiche osservabili dello scambio tra cliente e consulente. Il terzo è la reazione delle credenze sugli attributi dei prodotti sostenibili, e dell'interesse dichiarato, all'esposizione a informazioni di segno favorevole o sfavorevole. Su quest'ultimo punto i dati permettono di andare oltre l'associazione, perché al questionario è incorporata una manipolazione sperimentale che assegna i rispondenti in modo casuale a quattro condizioni, tre notizie di contenuto diverso e un gruppo di controllo.

Il capitolo presenta l'indagine e il suo disegno, le variabili e il ritratto descrittivo del campione, formula il problema empirico e le tre ipotesi, verifica la tenuta dell'esperimento e discute i risultati ipotesi per ipotesi, con le relative prove di robustezza.

3.1 I dati e il disegno della rilevazione

L'analisi utilizza la seconda rilevazione (wave 2) dell'indagine GRINS, un questionario somministrato nel 2025 da BVA Doxa a un campione di investitori italiani tra i 19 e i 75 anni. Il disegno di campionamento prevede quote per fascia di patrimonio finanziario. Nel campione di lavoro le tre fasce contano rispettivamente 799 rispondenti con patrimoni fino a 199.000 euro, 250 nella fascia tra 200.000 e 499.000 euro e 168 con patrimoni di 500.000 euro o superiori. Sono intervistate solo persone che possiedono un conto corrente, detengono almeno uno strumento di investimento e partecipano alle decisioni finanziarie della famiglia. Il campione fotografa quindi la popolazione degli investitori, non quella generale. Dopo l'eliminazione delle righe vuote generate in fase di lettura del file, il campione di lavoro conta 1.217 rispondenti. La rappresentatività rispetto alla popolazione degli investitori italiani è garantita da pesi di post-stratificazione, forniti con i dati. Tutte le stime del capitolo sono pesate e tengono conto del disegno di campionamento. Quando l'analisi riguarda un sottoinsieme, per esempio i soli clienti con consulente, la stima è condotta identificando il sottogruppo all'interno della struttura complessiva del campione, senza eliminare le osservazioni esterne. Gli errori standard dipendono infatti dal disegno dell'intera indagine, e scartare fisicamente una parte del campione li farebbe calcolare su una struttura diversa da quella reale.

Tutti i confronti tra quote riportati nel capitolo utilizzano il test chi-quadro di Pearson con la correzione per il disegno campionario, mentre i confronti tra medie sono condotti stimando una regressione ponderata sulla sola variabile di raggruppamento, che restituisce la differenza tra le medie con errori standard coerenti con il disegno dell'indagine. I test congiunti sui bracci sperimentali sono test di Wald aggiustati.

Il questionario si articola in blocchi che coprono i fattori indicati dalla letteratura come rilevanti per il comportamento di investimento sostenibile: il profilo socio-demografico e patrimoniale, la fiducia verso diverse categorie di interlocutori, l'atteggiamento verso il

rischio, il rapporto con la consulenza finanziaria, i valori che guidano le scelte di investimento, l'alfabetizzazione finanziaria misurata con le tre domande classiche di Lusardi e Mitchell⁷³, e una batteria di comportamenti e inclinazioni dell'investitore.

Successivamente viene introdotta la sezione dedicata agli investimenti sostenibili, e con essa la manipolazione sperimentale. A tutti i rispondenti viene prima mostrata una definizione standard di investimento sostenibile, richiamabile in ogni domanda successiva. Subito dopo, ciascun rispondente viene assegnato casualmente a una di quattro condizioni, i quattro bracci sperimentali che nel progetto vengono chiamati leg. La leg 1 presenta una notizia positiva di taglio finanziario: una grande banca mondiale rileva che i fondi sostenibili tendono a ottenere performance leggermente migliori dei fondi tradizionali, pur con eccezioni come il 2022. La leg 2 presenta una notizia negativa: nei primi nove mesi del 2024 i fondi sostenibili climatici globali hanno registrato prelievi netti per quasi 24 miliardi di dollari, un'inversione attribuita alla debolezza delle azioni delle rinnovabili, alle preoccupazioni sul greenwashing, al sentimento anti-sostenibilità e ai tassi elevati. La leg 3 propone un frame etico e normativo, che richiama i Principi per l'Investimento Responsabile dell'ONU e il Green Deal europeo e presenta l'investimento sostenibile come essenziale per un futuro equo e vivibile. La leg 4 non mostra alcuna notizia ed è il gruppo di controllo. A chi legge una notizia (leg 1, 2 e 3) vengono poi poste due domande di verifica sulla ricezione del testo, quanto sorprende e quanto trova d'accordo.

La collocazione dell'esperimento taglia il questionario in due e impone una regola di coerenza che vale per tutto il capitolo. Le variabili misurate prima delle leg, cioè valori, fiducia, alfabetizzazione, rapporto di consulenza e caratteristiche socio-demografiche, sono per costruzione incontaminate dal trattamento e possono entrare come regressori in qualunque modello. Le variabili misurate dopo le leg, cioè conoscenza, interesse e credenze sul sostenibile, sono i soli esiti sperimentali legittimi. Il possesso di prodotti sostenibili occupa una posizione particolare, dal momento che la domanda è posta dopo le leg, ma fotografa uno stato del portafoglio preesistente, che una notizia letta due minuti prima non può aver creato. Per questo motivo il possesso non viene mai trattato come

⁷³ Lusardi, A., & Mitchell, O. S. (2014). The economic importance of financial literacy: Theory and evidence. *Journal of Economic Literature*, 52(1), 5–44.

esito dell'esperimento, e la sua invarianza tra le leg viene verificata empiricamente nel paragrafo 3.5 come controllo di efficacia della randomizzazione.

3.2 Le variabili dell'analisi

La Tabella 1, in coda al paragrafo, riepiloga tutte le variabili utilizzate, con descrizione, tipologia e principali statistiche. Il testo che segue non ripete quell'inventario ma si concentra su ciò che la tabella non può comunicare, ossia sulle scelte di costruzione e le loro ragioni. Le decisioni da motivare sono essenzialmente cinque: che cosa conta come adozione, come si misura la sensibilità valoriale, chi è considerato assistito, quali misure descrivono la relazione di consulenza e quali esiti l'esperimento può legittimamente muovere. Il paragrafo si chiude poi con la scelta dei controlli.

La prima decisione riguarda la variabile da spiegare. La variabile *adozione* nasce dalla domanda Q36 sul possesso di prodotti sostenibili e vale 1 per chi li possiede attualmente o li ha posseduti in passato (528 rispondenti), 0 per chi non li ha mai avuti (434 rispondenti). Unire possesso attuale e passato discende dalla prima ipotesi, che riguarda la sottoscrizione del prodotto e non la permanenza al suo interno. Le uscite successive possono infatti avere determinanti proprie, legate ad esempio all'andamento dei mercati o a esigenze di liquidità, e chi ha in seguito abbandonato il prodotto ha comunque compiuto, a suo tempo, la scelta di sottoscriverlo. I 255 rispondenti che alla Q36 rispondono "non saprei" non sono classificabili rispetto a questa definizione e restano di conseguenza fuori dal modello principale, scelta che viene verificata in due prove di robustezza: nella prima, questi rispondenti vengono ricodificati come non adottanti, nell'ipotesi prudente che chi non sa di possedere un prodotto sostenibile verosimilmente non lo possieda; nella seconda, la variabile dipendente viene ristretta al solo possesso attuale, la definizione più severa di adozione. L'esclusione non seleziona il campione sulla variabile di interesse: la probabilità di rispondere "non saprei" non è associata alla presenza del consulente ($p = 0.198$), mentre risulta più alta tra chi dispone di minore ricchezza finanziaria e tra chi è più avverso al rischio, un profilo coerente con un minore ingaggio nella gestione del proprio portafoglio. Quando invece servirà separare l'ingresso

dalla permanenza, la stessa domanda fornirà la versione a tre categorie, possiede ora, possedeva, mai posseduto.

Questa definizione rende esplicito un limite che riguarda l'intera analisi dell'adozione. La presenza del consulente è rilevata al momento dell'intervista, mentre la sottoscrizione può essere avvenuta anni prima, e il questionario non registra né la data dell'acquisto né la durata della relazione di consulenza. Non è quindi possibile accertare che chi oggi dichiara di avere un consulente lo avesse anche quando ha sottoscritto il prodotto, e le associazioni documentate nei paragrafi seguenti legano due condizioni rilevate nello stesso momento, senza stabilire una sequenza temporale. Due elementi circoscrivono il problema, pur senza risolverlo. Il primo è che la condizione di essere assistiti appare persistente, poiché il 55.1% degli assistiti dichiara di avere avuto in passato anche altri consulenti, segno che il ricorso alla consulenza permane pur cambiando la persona che la eroga. Il secondo è che l'errore di classificazione che ne deriva opera in entrambe le direzioni, e nella misura in cui risulta indipendente dall'adozione tende a comprimere verso lo zero il coefficiente stimato, sicché l'effetto riportato nel paragrafo 3.6 costituisce semmai una stima prudente.

La seconda decisione riguarda la misurazione dei valori personali di sostenibilità. I primi quattro item della batteria Q30 misurano quanto pesano, nella scelta di investire, l'impatto positivo su ambiente e società, l'esclusione dei settori inquinanti o controversi, l'investimento nella transizione energetica e la condivisione dei valori etici dell'emittente. L'analisi psicometrica condotta in R certifica che i quattro item misurano un'unica dimensione, con un'affidabilità elevata (alfa di Cronbach pari a 0.889), e autorizza quindi a riassumerli in un solo indice: il punteggio fattoriale *valori_esg*, che standardizzato diventa *valori_std* – la versione che entra nei modelli – dove un'unità corrisponde a una deviazione standard. La distinzione tra punteggio fattoriale e semplice media degli item è nei fatti irrilevante, dal momento che le due versioni sono correlate oltre 0.98 e una delle robustezze lo conferma. Il quinto item della batteria resta invece fuori dall'indice perché misura un aspetto differente, ossia il peso che il rispondente attribuisce al rendimento finanziario nella scelta di investire. Questa esclusione ha anche un'utilità successiva, perché nelle verifiche di robustezza l'item verrà inserito nel modello al posto dell'indice dei valori. Se i risultati principali riflettessero un generico coinvolgimento nelle decisioni di investimento, e non una sensibilità specifica alla sostenibilità, dovrebbero ripresentarsi anche con questa variabile.

La terza decisione riguarda il confine tra assistiti e autonomi. È considerato assistito chi dichiara un coinvolgimento del consulente nelle decisioni di investimento (codici da 2 a 6 della domanda N4) oppure chi, pur dichiarando di decidere da solo, indica il consulente tra le proprie fonti informative (Q21). Ne risultano 942 assistiti su 1.217, il 77% del campione, contro 275 autonomi. La seconda parte della regola genera però 48 casi ibridi, autonomi nella decisione ma con un referente informativo. Invece di assegnarli arbitrariamente a uno dei due gruppi, restano tra gli assistiti con una dummy dedicata che entra nei modelli, in modo tale da poter verificare la loro influenza sui risultati.

Dentro il gruppo degli assistiti, due misure descrivono la relazione e preparano il terreno alla seconda ipotesi. La frequenza del contatto (Q54) va dai contatti almeno mensili a quelli più rari che annuali, e distingue le relazioni vive da quelle dormienti. La batteria Q55 fotografa invece quattro aspetti del rapporto, l'esclusività, l'apprendimento che ne deriva, la disponibilità del consulente e la fiducia nelle sue raccomandazioni. I quattro item restano separati, senza riduzione a indice, poiché misurano aspetti differenti della relazione di consulenza; una media dei tre item più coesi viene costruita soltanto come verifica di robustezza nel paragrafo 3.7. Tra questi, la variabile scelta per il test della seconda ipotesi è la fiducia nelle raccomandazioni.

L'ultima decisione riguarda gli esiti dell'esperimento. Come chiarito nella sezione 3.1, le notizie possono influenzare soltanto ciò che viene misurato dopo la loro lettura. Gli esiti sperimentali sono quindi due: l'interesse dichiarato verso gli investimenti sostenibili (Q31, su scala da 1 a 7) e le quattro credenze della batteria Q32, con cui il rispondente indica quanto ritiene che gli investimenti sostenibili siano simili a quelli tradizionali per rendimenti, varietà di offerta, costi e livello di rischio. In queste scale la risposta "non so" è trattata come dato mancante, perché non esprime una posizione lungo la scala.

Per quanto riguarda i controlli invece, nei modelli sull'adozione entrano il genere, la fiducia nel mondo bancario e finanziario (Q8.4), l'alfabetizzazione finanziaria misurata come numero di risposte corrette alle tre domande classiche, dove "non so" conta come errata secondo la convenzione di Lusardi e Mitchell, la disponibilità al rischio finanziario (Q16, scala decrescente), l'età, il titolo di studio, la ricchezza finanziaria e la dummy degli ibridi. Sono le variabili candidate a confondere il confronto tra assistiti e autonomi, e la loro selezione, motivata nella sezione 3.3, evita anche le ridondanze tra misure quasi

sovrapposte. Nei modelli sperimentali si aggiungono come controlli fissi il titolo di studio e l'overconfidence (percezione di sé come investitore esperto, Q24.7). L'assegnazione casuale ha infatti lasciato la leg 2 con una quota anomala di rispondenti poco istruiti e la leg 3 con una percezione di competenza più elevata, e includere le due variabili in tutti i modelli evita che quelle differenze di composizione vengano scambiate per effetti del testo letto. Il paragrafo 3.5 documenta entrambi gli sbilanciamenti.

Tabella 1. Riepilogo delle variabili utilizzate nell'analisi

Variabile	Descrizione	Tipo	Media	Min	Max	N
<i>Variabili dipendenti</i>						
adozione	Ha adottato prodotti sostenibili: possiede attualmente o ha posseduto in passato (Q36 cod. 1-2 = 1; mai posseduti, cod. 3 = 0; esclusi i “non saprei”)	Dicotomica		0	1	962
attuale	Possiede attualmente prodotti sostenibili (Q36 cod. 1); variabile dipendente della robustezza R1	Dicotomica		0	1	962
adozione_ns0	Adozione con i “non saprei” ricodificati a zero; variabile dipendente della robustezza R2	Dicotomica		0	1	1217
q36cat3	Stato di adozione a tre categorie per il modello multinomiale: possiede ora, possedeva in passato, mai posseduto	Categoriale (3 modalità)				962
<i>Variabili esplicative principali</i>						
valori_std	Valori di sostenibilità: punteggio fattoriale dei quattro item Q30.1-Q30.4 (impatto su ambiente e società, esclusione dei settori controversi, transizione energetica, condivisione valoriale), standardizzato; nelle robustezze sostituito dalla media semplice degli item	Continua (standardizzata)	0,00	-2,83	1,59	914
consulente	Presenza di un consulente o referente per gli investimenti (N4 cod. 2-6, oppure consulente tra le fonti informative in Q21)	Dicotomica		0	1	1217
ibrido	Caso ibrido: dichiara di decidere da solo ma indica il consulente tra le fonti informative (48 casi, mantenuti tra gli assistiti con indicatore dedicato)	Dicotomica		0	1	1217
q30_5	Movente puramente finanziario della decisione di investimento (item Q30.5, escluso dall'indice dei valori); usato nella contro-prova R6	Likert (1-7)	5,17	1	7	1121

Variabile	Descrizione	Tipo	Media	Min	Max	N
Relazione di consulenza (rilevata per i soli assistiti)						
q54	Frequenza di interazione con il consulente, da 1 = almeno mensile a 4 = meno di una volta all'anno	Ordinale (1-4)	2,27	1	4	942
q55_1	Esclusività della relazione: “parlo solo di investimenti finanziari con il mio consulente”	Likert (1-7)	4,55	1	7	942
q55_2	Apprendimento: “le mie conoscenze sugli investimenti sono migliorate da quando ho un consulente”	Likert (1-7)	4,80	1	7	942
q55_3	Disponibilità: “il mio consulente c'è per me quando ne ho bisogno”	Likert (1-7)	5,41	1	7	942
q55_4	Fiducia nelle raccomandazioni del consulente; moderatore designato dell'ipotesi 2	Likert (1-7)	5,19	1	7	942
Q55_nucleo	Media dei tre item più coesi della batteria Q55 (apprendimento, disponibilità, fiducia); impiegata nella verifica di robustezza R4	Continua (1-7)	5,13	1	7	942
delega3	Grado di delega ricodificato dalla N4: decide in autonomia (cod. 1), consulente come interlocutore (cod. 2-4), affidamento forte (cod. 5-6)	Categoriale ordinale (3 modalità)				1217
tipo_rel	Tipo di relazione dall'incrocio tra frequenza del contatto e fiducia: viva e fiduciaria, fiduciaria ma dormiente, attiva ma diffidente, fredda e dormiente	Categoriale (4 modalità)				942
n18	Influenza dichiarata del consulente sulla scelta sostenibile: decisamente, in parte, idea propria, mai discusso, non ricorda; analizzata tra gli assistiti che rispondono nel merito alla Q36	Categoriale (5 modalità)				737
Esiti sperimentali e trattamento (misurati dopo le leg)						
q31	Interesse dichiarato verso gli investimenti sostenibili	Likert (1-7)	4,78	1	7	1217
q32_1	Credenza che gli investimenti sostenibili abbiano rendimenti simili ai non sostenibili (“non so” trattato come mancante)	Likert (1-7)	4,62	1	7	974
q32_2	Credenza: varietà di offerta simile	Likert (1-7)	4,51	1	7	1004
q32_3	Credenza: costi simili	Likert (1-7)	4,68	1	7	970
q32_4	Credenza: livelli di rischio simili	Likert (1-7)	4,89	1	7	990
n17_1	Manipulation check: la notizia letta “mi sorprende” (solo leg trattate)	Likert (1-7)	4,03	1	7	913

Variabile	Descrizione	Tipo	Media	Min	Max	N
n17_2	Manipulation check: la notizia letta “mi trova d’accordo” (solo leg trattate)	Likert (1-7)	4,68	1	7	913
q29a	Conoscenza autovalutata degli investimenti sostenibili; uso solo descrittivo perché misurata dopo il trattamento	Likert (1-7)	5,29	1	7	1217
leg	Braccio sperimentale assegnato casualmente: 1 frame positivo finanziario, 2 frame negativo (greenwashing), 3 frame valoriale, 4 controllo senza notizia	Categoriale (4 modalità)				1217
Misure del divario dire-fare						
interesse_alto	Interesse elevato: Q31 pari o superiore a 5	Dicotomica		0	1	1217
gap_aperto	Divario individuale aperto: interesse elevato senza alcuna adozione	Dicotomica		0	1	962
Variabili di controllo						
donna	Genere femminile	Dicotomica		0	1	1217
q8_4	Fiducia nel mondo bancario e finanziario	Likert (1-7)	4,13	1	7	1210
econfin3	Alfabetizzazione finanziaria: risposte corrette alle tre domande di Lusardi e Mitchell (“non so” conta come errata)	Conteggio (0-3)	1,97	0	3	1217
q16	Disponibilità al rischio finanziario, da 1 = superiore alla media a 4 = nessuna disponibilità (scala decrescente)	Ordinale (1-4)	2,38	1	4	1217
eta	Età in anni compiuti	Continua	53,17	19	75	1217
s1	Titolo di studio, da 1 = fino alla licenza media a 5 = dottorato	Ordinale (1-5)	2,52	1	5	1217
s5	Ricchezza finanziaria familiare per fasce, da 1 = fino a 49.000 euro a 7 = oltre 500.000 euro	Ordinale (1-7)	2,90	1	7	1172
q24_7	Percezione di sé come investitore esperto; controllo fisso dei modelli sperimentali insieme al titolo di studio	Likert (1-7)	3,62	1	7	1217
Variabili descrittive e di screening (non incluse nei modelli)						
q8_5	Fiducia nei professionisti; usata nello screening delle correlazioni, esclusa dai modelli per ridondanza con Q8.4	Likert (1-7)	4,38	1	7	1217

Variabile	Descrizione	Tipo	Media	Min	Max	N
n2	Propensione al rischio generale, autovalutata su scala da 1 a 10; distinta dalla disponibilità al rischio finanziario (Q16) che entra nei modelli	Ordinale (1-10)	5,82	1	10	1217
s4	Reddito mensile familiare per fasce; usato nello screening, escluso dai modelli per ridondanza con la ricchezza finanziaria	Ordinale (1-5)	3,26	1	5	1217
q9_3	Donazioni ad associazioni ambientali; misura comportamentale impiegata a fini descrittivi	Dicotomica		0	1	1217

Nota. Medie ponderate con i pesi di post-stratificazione dell'indagine; minimo e massimo riferiti alla scala dello strumento, per età e punteggio fattoriale ai valori osservati; N non ponderato. Per le variabili dicotomiche e categoriali la media non è riportata; le quote delle singole categorie sono presentate nelle tabelle descrittive del capitolo. La media nulla dell'indice dei valori discende dalla standardizzazione. Le variabili peso (peso campionario) e target (strato patrimoniale) definiscono il disegno dell'indagine e non entrano tra i regressori. Fonte: indagine GRINS, wave 2 (2025).

3.3 Il campione: il ritratto descrittivo

Definite le variabili, si apre la fase propriamente empirica del lavoro, partendo dal campione stesso. Il campione di partenza conta 1.217 investitori italiani, ed è su di esso che si costruisce il ritratto di questo paragrafo. Le stime dei paragrafi successivi lavorano invece su numerosità inferiori, poiché ciascun modello perde le osservazioni con valori mancanti sulle variabili che utilizza, e la restrizione ai soli assistiti riduce ulteriormente il campione della seconda ipotesi; la numerosità effettiva è riportata in calce a ogni tabella. Prima di procedere, è opportuno delineare con precisione chi siano queste persone. Va ricordato che il campione non fotografa la popolazione generale, bensì un suo sottoinsieme già selezionato dagli screener dell'indagine, composto da persone che investono e che partecipano alle decisioni finanziarie della propria famiglia.

L'età media si attesta poco oltre i cinquantatré anni. Quanto alla ricchezza, il campione è costruito a quote per fascia patrimoniale, secondo il disegno già descritto nel paragrafo 3.1. Per questo motivo, tutte le statistiche del capitolo applicano i pesi dell'indagine che riportano le proporzioni del campione a quelle reali della popolazione degli investitori. Chiarito questo, il ritratto prende avvio dalla domanda più semplice che i dati consentono di porre, ossia quanti investitori si avvalgano di un consulente.

La risposta è netta: tra gli investitori la consulenza rappresenta la regola, non l'eccezione. Gli assistiti sono 942 su 1.217, pari al 77% del campione, a fronte di 275 autonomi. La delega, tuttavia, è quasi sempre parziale. La domanda N4 fotografa un continuum che va dalla piena autonomia all'affidamento totale, e la distribuzione delle risposte si addensa con decisione nelle posizioni intermedie. Il 26% dichiara di decidere completamente da solo e un ulteriore 12% lo fa in prevalenza; oltre la metà del campione, il 54%, tratta il consulente come una sorta di interlocutore con cui confrontarsi; appena l'8%, invece, si affida principalmente o totalmente a lui, e la delega piena in senso stretto riguarda meno dell'1% dei rispondenti.

Resta da chiedersi chi siano gli assistiti. L'ipotesi più immediata è che a fare la differenza siano le condizioni economiche, e che la consulenza risulti tanto più diffusa quanto più crescono reddito e patrimonio, come accade per la gran parte dei servizi professionali. I dati, però, raccontano un'altra storia. La quota di assistiti rimane ancorata attorno al 77% qualunque sia la dimensione considerata. Lungo le cinque fasce di reddito mensile oscilla tra il 74 e l'81% senza alcuna direzione riconoscibile ($p = 0.54$); lungo le sette fasce di ricchezza finanziaria si muove tra il 75 e il 79% ($p = 0.96$); lungo le dieci fasce di patrimonio complessivo, immobili inclusi, le oscillazioni risultano appena più ampie ma riconducibili alla ridotta numerosità di alcune celle ($p = 0.87$). Neppure l'istruzione traccia un confine, con quote comprese tra il 71 e il 78% dalla licenza media al dottorato ($p = 0.62$), e nemmeno il possesso di un titolo di studio in discipline economiche o finanziarie, che pure potrebbe plausibilmente ridurre il fabbisogno di assistenza (77% contro 79%, $p = 0.58$). L'età, infine, è pressoché identica nei due gruppi, 53.1 anni per gli autonomi e 53.2 per gli assistiti.

Le differenze emergono altrove, lungo quattro linee. La prima tra queste è il genere: infatti, emerge come le donne dispongano di un consulente nell'84% dei casi, contro il 73% degli uomini (chi-quadro con correzione per il disegno campionario, $p = 0.0001$), undici punti di distanza che costituiscono il divario più netto dell'intero ritratto. La seconda è la fiducia nel mondo bancario e finanziario, che tra gli assistiti si colloca a 4.22 su una scala da 1 a 7 e tra gli autonomi a 3.83 ($p = 0.004$).

La terza linea è l'alfabetizzazione finanziaria, misurata con le tre domande classiche di Lusardi e Mitchell. Gli autonomi rispondono correttamente a 2.13 quesiti su tre, gli assistiti a 1.92 ($p = 0.008$), e il divario si conferma item per item, dall'interesse composto (83% contro 77%) all'inflazione (78% contro 69%) fino al valore del denaro nel tempo

(52% contro 46%). La quarta linea riguarda il rischio e richiede una distinzione. La propensione al rischio generale è identica nei due gruppi (5.81 contro 5.74 su scala 1-10, $p = 0.73$); a separarli è invece l'autovalutazione comparativa della disponibilità al rischio finanziario, poiché chi si colloca sopra la media dispone di un consulente solo nel 60% dei casi, contro il 78-82% di tutte le altre categorie ($p = 0.0002$). Non è dunque la propensione al rischio in sé a distinguere i due gruppi, bensì la percezione di una competenza superiore alla media nella sua gestione.

Tabella 2. Il ritratto del campione: autonomi e assistiti a confronto

Variabile	Autonomi	Assistiti	<i>p</i>
<i>Caratteristiche socio-economiche</i>			
Reddito mensile (fascia media, 1-5)	3,1	3,1	0,539
Ricchezza finanziaria (fascia media, 1-7)	2,9	2,9	0,962
Patrimonio complessivo (fascia media, 1-10)	4,1	4,0	0,866
Titolo di studio (fascia media, 1-5)	2,5	2,5	0,624
Titolo in discipline economico-finanziarie (%)	44,7%	41,9%	0,583
Età (anni)	53,1	53,2	0,872
<i>Fiducia, competenza e rischio</i>			
Fiducia nel sistema bancario e finanziario (1-7)	3,83	4,22	0,004
Alfabetizzazione finanziaria (risposte corrette, 0-3)	2,13	1,92	0,008
Propensione al rischio generale (1-10)	5,81	5,74	0,731
<i>Quota di assistiti per sottogruppo</i>			
Donne		84%	<0,001
Uomini		73%	
Rischio finanziario sopra la media (Q16_1)		60%	<0,001
Altre categorie (Q16_2, Q16_3, Q16_4)		79%	

Nota. Medie e quote ponderate con i pesi dell'indagine. Nel pannello superiore ogni cella riporta la media (o la quota) all'interno del gruppo indicato in colonna. Nel pannello inferiore le celle riportano invece la quota di investitori assistiti all'interno di ciascuna categoria. Per le variabili rilevate in fasce si riporta la media delle codifiche di fascia. Fonte: indagine GRINS, wave 2 (2025).

Il percorso prosegue all'interno della relazione di consulenza, territorio dei 942 assistiti. Si tratta, nella grande maggioranza dei casi, di una relazione viva. Il 64.5% interagisce con il proprio consulente almeno una volta a trimestre e soltanto il 10% scende sotto la soglia del contatto annuale. La batteria Q55 ne fotografa quattro aspetti su scala 1-7 e disegna una gerarchia coerente, con la disponibilità del consulente in testa (5.41), seguita dalla fiducia nelle sue raccomandazioni (5.19), dall'apprendimento che deriva dal rapporto (4.80) e dall'esclusività della relazione (4.55). Due dettagli di questa fotografia meritano di essere annotati, poiché torneranno rilevanti nel paragrafo 3.7. Il primo

riguarda la forma della distribuzione della fiducia, fortemente concentrata verso l'estremo superiore della scala; il 74% degli assistiti si colloca a 5 o più e solo l'8% scende sotto il punto medio. Il secondo riguarda il legame tra fiducia e contatto, un gradiente perfettamente monotono che scende da 5.43 tra chi sente il consulente ogni mese a 5.28, poi 5.09, fino a 4.57 tra chi non lo sente quasi mai, una distanza complessiva di quasi un punto pieno.

Il terzo territorio è quello del sostenibile, ed è qui che il campione riproduce in scala il problema da cui la tesi ha preso le mosse. L'interesse elevato verso gli investimenti sostenibili riguarda circa il 67.4% degli investitori, il possesso attuale circa il 33.5%. Tra i rispondenti classificabili rispetto all'adozione, 528 su 962 possiedono o hanno posseduto prodotti sostenibili. Si definisce fin d'ora anche la misura individuale del divario, il gap aperto, che identifica chi dichiara un interesse elevato senza aver mai adottato; servirà nel paragrafo 3.9 per verificare se il consulente contribuisca a chiudere questa forbice.

Tabella 3. Il divario tra preferenze dichiarate e rivelate

Misura	Quota (%)	IC 95%
Interesse elevato ($Q31 \geq 5$)	67,4%	64,0 – 70,8
Adozione (possiede o ha posseduto)	52,6%	48,9 – 56,2
di cui possesso attuale ($Q36 =$ possiede ora)	33,5%	30,1 – 36,9

Nota. Quote ponderate con i pesi dell'indagine, calcolate sul campione dei 962 rispondenti classificabili rispetto all'adozione (esclusi i 255 «non saprei» della Q36). Il possesso attuale è una sotto-componente dell'adozione. Fonte: indagine GRINS, wave 2 (2025).

L'ultima tappa del ritratto è uno screening delle correlazioni con l'adozione, che serve a individuare le ridondanze tra le variabili esplicative e offre più di un'anticipazione. I due protagonisti dell'analisi portano informazione in misura simile, 0.185 il consulente e 0.171 i valori. Tra le variabili misurate prima dell'esperimento, le correlazioni più elevate appartengono però a due variabili inattese, la propensione al rischio generale (0.196) e la percezione di sé come investitore esperto (0.202). Allo stesso blocco appartiene la disponibilità al rischio finanziario, che con l'adozione correla a -0.180. Il segno negativo dipende dall'orientamento della scala, decrescente, e la lettura sostanziale è quindi opposta a quella suggerita dal segno: chi si dichiara più disponibile ad assumere rischio finanziario adotta di più. Nei modelli del capitolo si rivelerà il più incisivo tra i controlli. Ancora più significativo è quanto lo screening rivela per contrasto con il ritratto appena tracciato. L'alfabetizzazione finanziaria, che distingueva nettamente assistiti e autonomi,

non mostra alcuna associazione con l'adozione ($0.010, p = 0.76$); la ricchezza finanziaria, del tutto irrilevante rispetto alla presenza di un consulente, esibisce invece con l'adozione una correlazione apprezzabile (0.171); il genere, il discriminante più forte dell'avere un consulente, presenta con l'adozione una correlazione nulla ($0.002, p = 0.96$). Un'ultima osservazione, da leggere in chiave esclusivamente descrittiva poiché la variabile è misurata dopo l'esperimento, riguarda la conoscenza specifica del sostenibile autovalutata, che correla con l'adozione a 0.264 , dunque assai più della conoscenza finanziaria generale, che non mostra alcuna associazione. La matrice assolve infine alla funzione di evitare ridondanze. La fiducia nel sistema bancario e quella nei professionisti sono piuttosto correlate (0.59), così come reddito e ricchezza (0.51); di ciascuna coppia entra nei modelli la variabile più legata alla dipendente, dunque la fiducia nel mondo bancario e la ricchezza finanziaria.

Le due misure del rischio, quella generale su scala 1-10 e quella finanziaria comparativa, correlano a -0.587 con segno invertito per via dell'orientamento opposto delle scale. Nei modelli entra la seconda, perché riferita in modo specifico al rischio finanziario, che è la dimensione pertinente alla decisione di investimento, e perché la sua articolazione in categorie consente di leggere il gradiente per livelli anziché imporre una relazione lineare. Una quarta coppia va segnalata perché si comporta in modo diverso. La propensione al rischio generale e la percezione di sé come investitore esperto correlano a 0.414 , un valore consistente ma coerente con quello che sono, ossia due costrutti distinti e legati da una relazione plausibile, dato che chi si ritiene competente potrebbe avere la tendenza a dichiararsi più disposto al rischio. La correlazione, in ogni caso, non pone problemi di ridondanza, perché nel disegno della ricerca le due variabili hanno ruoli differenti e non compaiono mai nello stesso modello. La prima, come appena visto, lascia il posto alla disponibilità al rischio finanziario, mentre la seconda non entra nei modelli sull'adozione ed è impiegata soltanto come controllo fisso nei modelli sperimentali, per compensare lo sbilanciamento tra i bracci documentato nel paragrafo 3.5.

Il ritratto si presta ora a una ricomposizione. Il confine tra chi si fa assistere e chi opera in autonomia non è socio-economico, piuttosto psicologico e relazionale; lo tracciano il genere, la fiducia nel sistema, la conoscenza finanziaria e l'autovalutazione comparativa del rischio, non il portafoglio. È il profilo che la teoria dei money doctors di Gennaioli, Shleifer e Vishny lascerebbe prevedere, quello di un consulente che serve soprattutto chi si fida e chi sa di meno, e per il quale la delega non accompagna la competenza ma la sostituisce.

Tabella 4. Matrice di correlazione tra adozione e variabili esplicative

<i>Pannello A. Variabili da (1) a (8) in colonna</i>								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
(1) Adozione	1							
(2) Consulente	0,185*	1						
(3) Valori di sostenibilità	0,171*	0,123*	1					
(4) Fiducia nel sistema bancario e finanziario	0,158*	0,105*	0,294*	1				
(5) Fiducia nei professionisti	0,137*	0,100*	0,299*	0,589*	1			
(6) Alfabetizzazione finanziaria	0,010	-0,087*	-0,073*	-0,072*	-0,036	1		
(7) Propensione al rischio generale	0,196*	-0,028	0,066*	0,209*	0,187*	-0,033	1	
(8) Disponibilità al rischio finanziario	-0,180*	0,091*	0,007	-0,170*	-0,103*	-0,114*	-0,587*	1
(9) Percezione di sé come investitore esperto	0,202*	-0,084*	0,177*	0,295*	0,251*	-0,032	0,414*	-0,374*
(10) Genere femminile	0,002	0,112*	0,099*	0,000	-0,030	-0,168*	-0,165*	0,212*
(11) Età	-0,013	0,027	0,024	-0,097*	-0,099*	0,269*	-0,187*	0,110*
(12) Titolo di studio	0,070*	0,001	-0,021	0,017	0,070*	0,026	0,114*	-0,147*
(13) Reddito mensile	0,042	-0,025	-0,019	0,093*	0,072*	0,134*	0,181*	-0,291*
(14) Ricchezza finanziaria	0,171*	0,002	0,083*	0,157*	0,086*	0,148*	0,198*	-0,339*
(15) Donazioni ad associazioni ambientali	0,131*	0,074*	0,233*	0,117*	0,120*	-0,080*	0,129*	-0,081*
(16) Conoscenza autovalutata del sostenibile	0,264*	0,028	0,305*	0,252*	0,195*	-0,099*	0,249*	-0,142*

<i>Pannello B. Variabili da (9) a (16) in colonna</i>								
	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
(9) Percezione di sé come investitore esperto	1							
(10) Genere femminile	-0,179*	1						
(11) Età	-0,104*	0,022	1					
(12) Titolo di studio	0,135*	-0,016	-0,100*	1				
(13) Reddito mensile	0,143*	-0,086*	0,022	0,351*	1			
(14) Ricchezza finanziaria	0,284*	-0,107*	0,092*	0,260*	0,513*	1		
(15) Donazioni ad associazioni ambientali	0,131*	0,063*	-0,042	0,107*	0,125*	0,107*	1	
(16) Conoscenza autovalutata del sostenibile	0,282*	0,027	-0,128*	0,059*	0,051	0,076*	0,201*	1

Nota. Correlazioni bivariate non ponderate, calcolate con cancellazione a coppie a fini di screening esplorativo per la selezione dei regressori; le stime dei modelli del capitolo sono invece ponderate e tengono conto del disegno campionario. Con la dipendente binaria (adozione) i coefficienti sono correlazioni punto-biseriali. Il Pannello A riporta le correlazioni con le variabili da (1) a (8), il Pannello B quelle con le variabili da (9) a (16); i numeri di colonna corrispondono alla numerazione delle righe. La numerosità varia tra coppie da 765 a 1217 osservazioni. La disponibilità al rischio finanziario è misurata su scala decrescente (1 = superiore alla media, 4 = nessuna disponibilità), sicché il segno negativo indica che una maggiore disponibilità al rischio si associa a una maggiore adozione. Nelle scale di fiducia la risposta «non so» è trattata come dato mancante. La conoscenza autovalutata del sostenibile esclude chi dichiara di non averne mai sentito parlare, è rilevata dopo il trattamento sperimentale e figura in matrice a soli fini descrittivi. L'asterisco indica significatività al 5%. Fonte: indagine GRINS, wave 2 (2025).

All'interno della relazione, la fiducia appare meno un tratto della persona che un prodotto del contatto, tanto fedelmente ne segue la frequenza. Le correlazioni aggiungono che la mappa di chi ha il consulente e quella di chi adotta il sostenibile risultano tracciate da matite diverse, dal momento che alfabetizzazione, ricchezza e genere si scambiano i ruoli nel passaggio dall'una all'altra, e che non è il sapere di finanza ad accompagnare il sostenibile, bensì il sapere di sostenibile. Il campione, infine, riproduce fedelmente il paradosso da cui l'analisi è partita. Da questo insieme di evidenze discende una conseguenza operativa. Genere, fiducia nel sistema, alfabetizzazione e disponibilità al

rischio diventano controlli obbligatori nei modelli sull'adozione, poiché sono le variabili che potrebbero confondersi con l'effetto del consulente, mentre di ciascuna coppia ridondante entra una sola variabile.

3.4 Il problema empirico e le ipotesi di ricerca

La Tabella 3 ha appena misurato, dentro il campione, la distanza tra l'interesse dichiarato verso gli investimenti sostenibili e il loro possesso effettivo. È la forma che il paradosso italiano assume in questi dati. I capitoli teorici hanno indicato tre meccanismi capaci di generarla, e su ciascuno si costruisce qui un'ipotesi, verificata in uno dei paragrafi che seguono.

La prima ipotesi riguarda il modo in cui nasce concretamente un acquisto. L'interesse per il sostenibile matura nei valori personali dell'investitore, mentre la sottoscrizione di un prodotto passa quasi sempre da qualcun altro, tipicamente dal consulente che lo propone. Se i due momenti sono davvero distinti, una parte del divario si spiegherebbe con la semplice assenza di chi avanza la proposta, e chi si dichiara interessato senza disporre di un consulente resterebbe fermo all'intenzione.

Il consulente, tuttavia, può intervenire nella decisione in tre modi diversi, e ciascuno lascerebbe nei dati una traccia riconoscibile. Nel primo caso si limita a dare seguito a una richiesta che il cliente porta già con sé, e allora il suo contributo dovrebbe crescere insieme ai valori personali dell'individuo, risultando ampio con chi al sostenibile tiene molto e quasi nullo con chi è disinteressato al tema. Nel secondo è il consulente a proporre il prodotto a chi non lo avrebbe mai cercato, e il suo peso dovrebbe quindi essere massimo tra i clienti meno sensibili al tema e minimo tra quelli che ci sarebbero arrivati comunque. Esiste infine una terza possibilità, meno intuitiva ma coerente con l'idea di un consulente che propone gli stessi prodotti a tutti i propri clienti, ossia un effetto della stessa ampiezza a ogni livello di valori, che si aggiunge al loro contributo senza modificarlo. A distinguere i tre scenari è un unico coefficiente, l'interazione tra presenza del consulente e valori personali.

***Ipotesi 1 (il consulente e i valori).** La presenza di un consulente è associata a una maggiore probabilità di adozione di prodotti sostenibili a parità di valori*

personali e di caratteristiche osservabili. Il coefficiente designato per il test è l'interazione tra consulente e valori: un segno negativo indica sostituzione, un segno positivo complementarità, un valore nullo due canali paralleli.

La seconda ipotesi entra dentro la relazione di consulenza e chiede quale suo aspetto ne governi il funzionamento. La letteratura sui *money doctors* indica la fiducia come il veicolo attraverso cui il consulente orienta le scelte, poiché il cliente che si fida delle raccomandazioni dovrebbe seguirle anche su un terreno nuovo e ambiguo come la sostenibilità. Se la fiducia svolgesse davvero questo ruolo, non si limiterebbe ad accompagnare l'adozione ma ne rafforzerebbe il legame con i valori personali, comportandosi da moltiplicatore della sensibilità che il cliente porta con sé.

Ipotesi 2 (la fiducia nella relazione). *Tra gli investitori che hanno un consulente, la fiducia nelle sue raccomandazioni è associata a una maggiore probabilità di adozione e modera la relazione tra questa e i valori personali.*

La terza ipotesi riguarda l'informazione e muove da una distinzione tra due oggetti che il questionario misura separatamente. Dichiararsi interessati al sostenibile è una posizione vicina all'identità e socialmente desiderabile, e per questo tende a restare stabile. Ritenere che questi prodotti rendano, costino o rischino quanto quelli tradizionali è invece un giudizio tecnico su attributi concreti, che una notizia può modificare. La manipolazione sperimentale incorporata nel questionario consente di mettere alla prova la distinzione, esponendo i rispondenti a testi di segno opposto. Se la distinzione regge, una notizia negativa raffredderebbe le credenze senza che nessuno smetta di dichiararsi interessato, allargando il divario in silenzio.

Ipotesi 3 (l'informazione e le credenze). *L'esposizione sperimentale a notizie sul mondo degli investimenti sostenibili modifica le credenze sugli attributi di questi prodotti nella direzione del messaggio, mentre lascia sostanzialmente invariato l'interesse dichiarato.*

Prima di sottoporre a verifica le tre ipotesi, il paragrafo che segue accerta che l'assegnazione casuale abbia prodotto gruppi confrontabili e che i testi assegnati siano stati effettivamente recepiti.

3.5 La verifica dell'esperimento: bilanciamento e manipolazione

Un esperimento randomizzato poggia sulla premessa che l'assegnazione casuale renda i quattro gruppi statisticamente gemelli prima del trattamento, così che le differenze osservate successivamente possano essere attribuite alle notizie lette e non a differenze preesistenti. Prima di usare le leg conviene quindi verificare che la promessa sia stata mantenuta, confrontando i gruppi sulle caratteristiche misurate prima del trattamento.

I controlli principali sono rassicuranti. La quota di assistiti è praticamente identica nelle quattro leg (80.5%, 75.5%, 75.4% e 77.5%, $p = 0.53$), e l'adozione, che, come si è detto, descrive uno stato preesistente, non differisce tra i bracci ($p = 0.26$); una differenza qui non segnalerebbe un effetto del testo, che non può certo aver fatto sottoscrivere un fondo mesi prima, ma un difetto della randomizzazione; e i gruppi, su questo fronte, sono allineati.

Su due dimensioni, però, la lotteria è stata meno generosa. La leg 2 presenta una quota anomala di rispondenti con titolo fino alla licenza media (10.3% contro il 3-8% degli altri bracci, $p = 0.024$). Lo sbilanciamento non tocca il livello medio di istruzione, allineato tra i quattro gruppi, ma si concentra nella coda inferiore della distribuzione, ed è questo il motivo per cui il test sulla media non lo intercetta. Differisce tra i bracci anche la percezione di sé come investitore esperto (test congiunto $p = 0.008$), con la leg 3 su un valore più elevato della base di circa 0.3 punti. Entrambe le variabili vengono controllate empiricamente facendole entrare come controlli fissi in tutti i modelli sperimentali. Il secondo controllo verifica che le notizie siano state effettivamente lette e recepite. In gergo sperimentale si chiama manipulation check, ed è il test che accerta se la manipolazione, qui il testo assegnato, sia davvero arrivata al rispondente: se i frame venissero ignorati, l'assenza di effetti nelle sezioni successive risulterebbe ambigua, perché non si saprebbe distinguere se le notizie non funzionano o semplicemente non sono state lette. I due item della batteria N17 chiedono quanto la notizia lo sorprenda e quanto lo trovi d'accordo. Chi ha letto una notizia la giudica moderatamente sorprendente, intorno a 4 su 7 in tutte e tre le leg trattate, segno che i testi hanno lasciato un segno e non sono stati ignorati.

Un ultimo test prepara il terreno alle analisi che uniscono i quattro gruppi in un unico campione. La domanda è se il testo letto abbia lasciato traccia sull'esito in questione: dove non l'ha lasciata, i bracci si possono ignorare e il campione si tratta come un blocco unico; dove l'ha lasciata, le dummy di leg restano nel modello. L'interesse dichiarato risulta

piatto tra i bracci ($p = 0.17$), così come le credenze su varietà, costi e rischi (p tra 0.26 e 0.43). L'unica sorvegliata speciale è la credenza sui rendimenti ($p = 0.088$), che verrà perciò sempre accompagnata dalle dummy di leg; il valore relativamente basso si spiega con il fatto che il segnale è concentrato in una sola leg, come si vedrà più avanti.

Tabella 5. Bilanciamento delle leg, manipulation check e test di pooling

Variabile	Leg 1	Leg 2	Leg 3	Leg 4	p
Caratteristiche pre-trattamento					
Quota di assistiti (%)	80,5%	75,5%	75,4%	77,5%	0,527
Adozione: possiede o ha posseduto (%)	57,9%	50,6%	48,0%	54,2%	0,260
Titolo di studio (fascia media, 1-5)	2,59	2,45	2,48	2,57	0,214
Quota con titolo fino alla licenza media (%)	3,2%	10,3%	7,7%	4,3%	0,024
Percezione di sé come investitore esperto (1-7)	3,59	3,39	3,88	3,62	0,008
Manipulation check (solo bracci con notizia)					
La notizia «mi sorprende» (1-7)	4,16	4,02	3,92	—	0,197
La notizia «mi trova d'accordo» (1-7)	4,63	4,48	4,94	—	0,002
Esiti post-trattamento: test di uguaglianza tra bracci					
Interesse dichiarato (Q31)					0,174
Credenza sui rendimenti (Q32.1)					0,088
Credenza sulla varietà di offerta (Q32.2)					0,389
Credenza sui costi (Q32.3)					0,429
Credenza sui livelli di rischio (Q32.4)					0,260

Nota. Medie e quote ponderate con i pesi dell'indagine. Nel pannello superiore il valore p verifica l'uguaglianza tra i quattro bracci sulle caratteristiche misurate prima del trattamento (test chi-quadro con correzione per il disegno per le variabili categoriali, test congiunto di Wald per le continue). Il manipulation check è rilevato solo per i tre bracci che leggono una notizia. Nel pannello inferiore il valore p è il test congiunto di uguaglianza tra bracci su ciascun esito misurato dopo il trattamento, con controlli per titolo di studio e percezione di competenza; dove non significativo, l'esito può essere analizzato ignorando i bracci. Categoria di riferimento nei modelli: leg 1 (frame positivo finanziario). Per il titolo di studio sono riportati due test: il primo confronta il livello medio tra i bracci, il secondo l'intera distribuzione delle cinque modalità (chi-quadro con correzione per il disegno). Lo sbilanciamento riguarda la sola coda inferiore e non il livello medio. Fonte: indagine GRINS, wave 2 (2025).

3.6 Prima ipotesi: il consulente e i valori

La prima ipotesi chiede se consulente e valori si sostituiscano, si rafforzino a vicenda o lavorino ciascuno per conto proprio. Prima di stimare qualunque modello, la risposta si può intravedere con un esercizio elementare.

Il campione viene diviso in due metà, chi sta sopra e chi sta sotto la mediana pesata dei valori, e viene incrociata questa divisione con la presenza del consulente. Ne escono quattro gruppi, e per ciascuno viene calcolato il tasso di adozione. Chi non ha né valori

elevati né consulente adotta nel 36.7% dei casi. Chi ha soltanto il consulente sale al 54.6%. Chi ha soltanto i valori arriva al 53.8%. Chi ha entrambi tocca il 67.5%; le differenze tra le quattro celle sono significative al test chi-quadro con correzione per il disegno campionario ($p < 0.001$). Questa semplice tabella contiene già i due messaggi centrali del paragrafo. Il primo è che i due canali sono equivalenti, perché il gruppo con il solo consulente e quello con i soli valori adottano in misura statisticamente indistinguibile. Il secondo è che i loro contributi si sommano: chi dispone di entrambi guadagna circa 31 punti rispetto al gruppo di partenza, un ordine di grandezza compatibile con la somma dei due contributi presi singolarmente. Lo scarto rispetto alla somma aritmetica esatta, poco più di quattro punti, è quello che ci si attende quando due effetti additivi vengono letti su una scala di probabilità vincolata tra zero e uno; il test formale dell'additività è affidato al modello che segue.

Tabella 6. Tassi di adozione per valori e presenza del consulente

	Senza consulente	Con consulente	Scarto
Valori bassi	36,7%	54,6%	+17,9
Valori alti	53,8%	67,5%	+13,7
<i>Scarto</i>	+17,1	+12,9	$p < 0,001$

Nota. Ogni cella riporta la quota di adozione (possiede o ha posseduto) ponderata con i pesi dell'indagine. I valori sono divisi alla mediana pesata dell'indice di sostenibilità. Gli scarti di riga misurano l'effetto del consulente a parità di valori, quelli di colonna l'effetto dei valori a parità di consulente; la loro somiglianza è la traccia descrittiva dell'additività. Il valore p è il test di indipendenza chi-quadro con correzione per il disegno campionario sulla tabella a quattro celle. N = 765. Fonte: indagine GRINS, wave 2 (2025).

Il passaggio al modello serve a dare a questa intuizione una forma rigorosa e a ripulirla da una possibile obiezione: i quattro gruppi della tabella potrebbero infatti differire anche per altre caratteristiche, per esempio la ricchezza o la propensione al rischio, e una parte delle differenze nei tassi potrebbe dipendere da quelle. Il modello confronta invece persone simili in tutto tranne che nelle variabili di interesse. Per ciascun rispondente si stima:

$$Pr(Adozione=1) = \lambda \left(\beta_0 + \beta_1 \text{ Consulente} + \beta_2 \text{ Valori} + \beta_3 (\text{Consulente} \times \text{valori}) + \gamma'X \right)$$

dove *Consulente* indica la presenza del consulente, *Valori* è l'indice standardizzato costruito nella sezione 3.2 e *X* raccoglie i controlli. La funzione λ è la funzione logistica, che trasforma la somma tra parentesi in una probabilità compresa tra zero e uno; il

modello che ne risulta, il logit, è la scelta standard quando la variabile da spiegare è binaria. I suoi coefficienti, però, sono espressi su una scala che non si legge direttamente in punti percentuali. Per questo motivo ogni stima è accompagnata dagli effetti marginali, che rispondono alla domanda concreta, ossia di quanti punti percentuali cambia la probabilità di adozione quando cambia la variabile di interesse. Il cuore del test è il coefficiente dell'interazione, β_3 . Dal suo segno dipenderebbe la scelta tra tre scenari alternativi: nella logica della sostituzione il coefficiente risulterebbe negativo, poiché il consulente supplirebbe a una motivazione che il cliente non possiede; in quella della complementarità risulterebbe positivo, perché ne amplificherebbe una già presente. Un coefficiente statisticamente nullo, invece, descriverebbe due canali additivi, il cui contributo si sommerebbe senza che l'intensità dell'uno alteri quella dell'altro.

Il risultato è netto, l'interazione vale -0.002 con $p = 0.991$, uno zero difficilmente più pulito. Per sicurezza è stata stimata anche una versione lineare dello stesso modello (*Linear Probability Model*), con le stesse variabili, utile come controllo perché i suoi coefficienti si leggono direttamente in probabilità; l'interazione esce a 0.000 ($p = 0.999$), lo stesso zero al terzo decimale. Il consulente, al contrario, pesa molto. Il suo coefficiente è 0.650 ($p = 0.003$) e, tradotto in effetti marginali, vale +15.2 punti percentuali di adozione per chi ha valori bassi, +15.2 per chi ha valori medi e +14.7 per chi ha valori alti.

La stessa cifra ripetuta tre volte porta a pensare che consulente e valori operino come due canali paralleli, ciascuno con il proprio contributo, indipendente dal livello dell'altro. È quanto restituisce anche la rappresentazione grafica delle probabilità predette, dove le due rette salgono insieme al crescere dei valori, dal 39.0% al 51.2% per gli autonomi e dal 54.2% al 65.9% per gli assistiti, senza mai avvicinarsi né allontanarsi. Quanto ai valori, questi aggiungono circa 6 punti percentuali per ogni deviazione standard (5.8 punti percentuali negli effetti marginali del logit; nel modello lineare il coefficiente è di ampiezza analoga ma stimato con minore precisione), il che significa che l'effetto del consulente vale da solo più di due deviazioni standard di valori.

I numeri rispondono da soli alla domanda posta in apertura. Il contributo del consulente non varia al variare della convinzione di chi ha di fronte, e resta identico presso i clienti con valori bassi come presso quelli con valori alti, mentre i valori conservano il proprio peso tanto in presenza quanto in assenza di un consulente. Si tratta dunque di due canali distinti, ciascuno operante per proprio conto.

Anche ciò che il modello lascia fuori merita attenzione. *Genere, fiducia nel sistema, alfabetizzazione, istruzione ed età* non spostano l'adozione *ceteris paribus*. Il caso della

fiducia nel sistema merita una riga, perché nella matrice del paragrafo 3.3 correlava con l'adozione, mentre qui si spegne; la lettura naturale è che quella correlazione passasse per il consulente, nel senso che la fiducia contava per entrare in consulenza, non per comprare sostenibile. Sopravvivono invece, accanto ai due protagonisti, la disponibilità al rischio finanziario, con un gradiente forte e ordinato che toglie fino a 27 punti a chi rifiuta il rischio, e al margine la ricchezza. Il profilo che ne emerge è definito non dalle caratteristiche socio-economiche dell'investitore, ma dall'avere qualcuno che gli propone il prodotto, dal dividerne le ragioni e dall'accettare il rischio.

Tabella 7. Il Modello A: determinanti dell'adozione di prodotti sostenibili

Variabile	Logit (log-odds)	Effetti marginali Logit (punti %)	Modello lineare (probabilità)
<i>Coefficienti</i>			
Consulente	0,650*** (0,216)	14,9*** (4,9)	0,150*** (0,049)
Valori di sostenibilità (standardizzati)	0,262 (0,184)	5,8*** (2,2)	0,059 (0,041)
Consulente × Valori	-0,002 (0,211)	—	0,000 (0,048)
Donna	0,286 (0,210)	6,4 (4,6)	0,065 (0,046)
Fiducia nel sistema bancario e finanziario	0,068 (0,061)	1,5 (1,3)	0,016 (0,014)
Alfabetizzazione finanziaria	0,024 (0,091)	0,5 (2,0)	0,005 (0,020)
Rischio: nella media	-0,619** (0,313)	-13,1** (6,2)	-0,127** (0,062)
Rischio: sotto la media	-1,020*** (0,360)	-22,4*** (7,4)	-0,222*** (0,075)
Rischio: nessuna disponibilità	-1,231*** (0,433)	-27,3*** (9,2)	-0,270*** (0,092)
Età	-0,004 (0,007)	-0,1 (0,2)	-0,001 (0,002)
Istruzione: diploma superiore	-0,220 (0,421)	-4,9 (9,3)	-0,050 (0,095)
Istruzione: laurea triennale	-0,099 (0,499)	-2,2 (11,0)	-0,022 (0,112)
Istruzione: laurea magistrale	-0,098 (0,433)	-2,2 (9,5)	-0,023 (0,097)
Istruzione: dottorato	0,479 (0,613)	9,9 (12,6)	0,089 (0,124)
Ricchezza finanziaria	0,097* (0,050)	2,2* (1,1)	0,021* (0,011)
Caso ibrido	0,685	14,5	0,137

	(0,465)	(9,0)	(0,085)
Costante	0,094	—	0,515***
	(0,715)		(0,159)
Osservazioni	731	731	731
R ² (modello lineare)	—	—	0,091

Effetto marginale del consulente per livello di valori (punti %)

Valori bassi (−1 dev. std.)	+15,2	(p = 0,024)
Valori medi (media)	+15,2	(p = 0,003)
Valori alti (+1 dev. std.)	+14,7	(p = 0,039)

Probabilità predetta di adozione (%)

	Senza consulente	Con consulente
Valori bassi (−1 dev. std.)	39,0%	54,2%
Valori medi (media)	45,0%	60,2%
Valori alti (+1 dev. std.)	51,2%	65,9%

Nota. Stime ponderate con i pesi dell'indagine e correzione per il disegno campionario; errori standard tra parentesi. La variabile dipendente vale 1 per chi possiede o ha posseduto prodotti sostenibili. La prima colonna riporta i coefficienti logit sulla scala dei log-odds; la seconda i corrispondenti effetti marginali medi, espressi in punti percentuali di probabilità; la terza i coefficienti del modello lineare di probabilità, riportato come verifica della robustezza rispetto alla forma funzionale. Il termine di interazione non ammette un effetto marginale interpretabile e la relativa cella è pertanto vuota; la sua lettura in punti percentuali è affidata al pannello sugli effetti marginali del consulente ai tre livelli di valori. Significatività: *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.10. Fonte: indagine GRINS, wave 2 (2025).

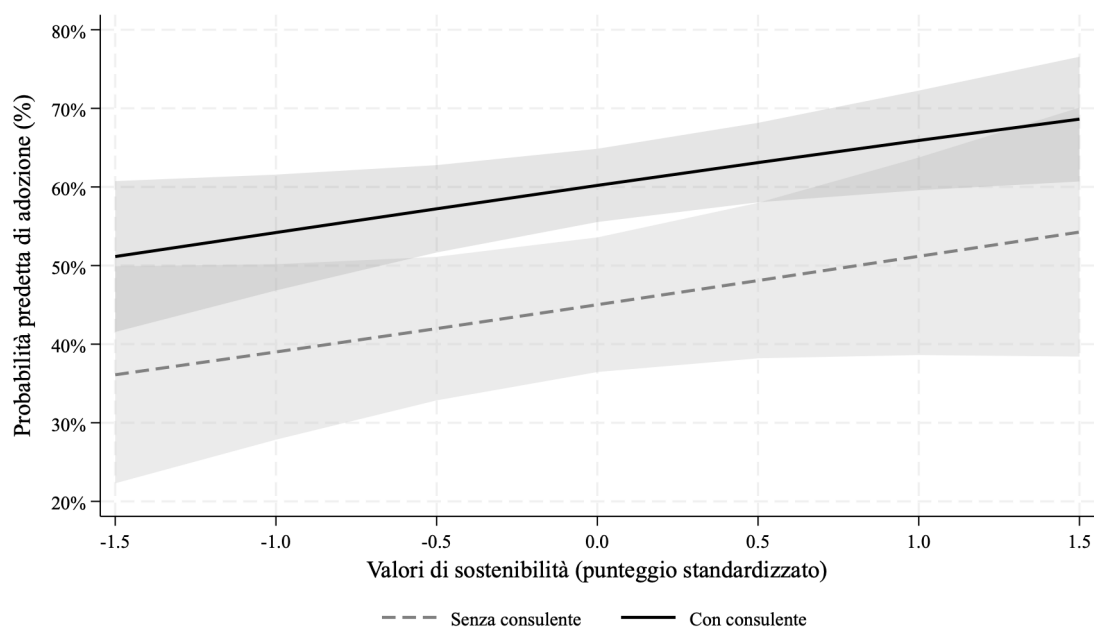
L'adozione, così come è stata definita, somma però due gesti diversi, entrare nel mercato sostenibile e restarci. Il logit binario li schiaccia insieme, perché mette nella stessa categoria chi possiede tuttora e chi è entrato per poi uscire. Per separarli, dunque, viene stimato un secondo modello, di tipo multinomiale, che riprende le tre categorie originarie della Q36 (possiede ora, possedeva in passato, mai posseduto) e confronta le prime due con la terza usando le stesse variabili esplicative del modello principale.

$$\ln \left[\frac{Pr(Y=j)}{Pr(Y=3)} \right] = \beta_{0j} + \beta_{1j} \text{ Consulente} + \beta_{2j} \text{ Valori} + \beta_{3j} (\text{Consulente} \times \text{Valori}) + \gamma_j' X$$

Il consulente aumenta la probabilità sia di possedere prodotti sostenibili oggi sia di averli posseduti in passato, rispetto a chi non li ha mai avuti. L'effetto è più forte sul possesso attuale (0.727, p = 0.004) che sull'ex possesso (0.517, p = 0.080). Le interazioni con i valori restano nulle in entrambe le equazioni. La sorpresa arriva dall'alfabetizzazione

finanziaria, che mostra due segni opposti ed entrambi significativi, positivo per il possesso attuale ($0.259, p = 0.015$) e negativo per l'ex possesso ($-0.285, p = 0.015$). Questo risultato chiarisce anche un punto rimasto aperto nella sezione 3.3, dove alfabetizzazione e adozione non mostravano alcuna correlazione. I due effetti esistevano entrambi, ma avendo segno opposto si annullavano a vicenda non appena le due categorie venivano sommate in un'unica variabile. L'alfabetizzazione, dunque, non favorisce l'ingresso nel prodotto, che dipende dal consulente, ma la permanenza. La ricchezza finanziaria si comporta allo stesso modo, poiché aumenta la probabilità di possedere attualmente prodotti sostenibili ($0.134, p = 0.022$) senza distinguere gli ex possessori da chi non li ha mai avuti. In sintesi, l'ingresso dipende dalla proposta del consulente, la permanenza dalla competenza finanziaria e dal patrimonio.

Figura 1. Il Modello A: probabilità predetta di adozione per livello di valori



Nota. Probabilità predette di adozione (possiede o ha posseduto prodotti sostenibili) stimate dal Modello A (Tabella 7), logit ponderato con i pesi dell'indagine e correzione per il disegno campionario, per gli investitori senza consulente (linea tratteggiata) e con consulente (linea continua). Le probabilità sono calcolate in sette punti dell'indice dei valori di sostenibilità, da -1.5 a $+1.5$ deviazioni standard, mantenendo le altre variabili ai valori osservati e mediando le previsioni individuali. Le aree ombreggiate rappresentano gli intervalli di confidenza al 95%. Il parallelismo delle due rette corrisponde al termine di interazione nullo ($p = 0.991$). $N = 731$. Fonte: indagine GRINS, wave 2 (2025).

Tabella 8. Il Modello A-bis: entrare e restare (modello multinomiale)

Variabile	Possiede ora	Possedeva in passato
Consulente	0,727*** (0,249)	0,517* (0,295)
Valori di sostenibilità (standardizzati)	0,331 (0,235)	0,123 (0,227)
Consulente × Valori	-0,012 (0,267)	0,038 (0,251)
Donna	0,432* (0,234)	0,043 (0,274)
Fiducia nel sistema bancario e finanziario	0,078 (0,071)	0,058 (0,074)
Alfabetizzazione finanziaria	0,259** (0,106)	-0,285** (0,117)
Rischio: nella media	-0,802** (0,344)	-0,185 (0,399)
Rischio: sotto la media	-1,292*** (0,401)	-0,524 (0,463)
Rischio: nessuna disponibilità	-1,181** (0,479)	-1,338** (0,662)
Età	-0,003 (0,008)	-0,007 (0,009)
Istruzione: diploma superiore	-0,638 (0,431)	1,092 (0,815)
Istruzione: laurea triennale	-0,868 (0,544)	1,591* (0,869)
Istruzione: laurea magistrale	-0,650 (0,449)	1,421* (0,823)
Istruzione: dottorato	-0,519 (0,709)	2,402** (0,945)
Ricchezza finanziaria	0,134** (0,058)	0,021 (0,064)
Caso ibrido	0,933* (0,510)	0,229 (0,590)
Costante	-0,637 (0,820)	-1,498 (1,082)
Osservazioni	731	731

Nota. Modello logistico multinomiale ponderato con i pesi dell'indagine e correzione per il disegno campionario. La categoria di riferimento è «mai posseduto»: ciascuna colonna confronta la condizione indicata in intestazione con chi non ha mai detenuto prodotti sostenibili. Errori standard linearizzati tra parentesi. Significatività: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.10$. Fonte: indagine GRINS, wave 2 (2025).

La solidità del risultato principale è stata poi messa alla prova con una batteria di sei verifiche dichiarate prima della stima, ciascuna delle quali cambia un ingrediente per controllare che il risultato resti lo stesso. Cinque riguardano il Modello A e sono raccolte nella Tabella 9, mentre la sesta riguarda il Modello B e trova posto nel paragrafo 3.7. Ridefinendo la variabile dipendente come solo possesso attuale (R1), l'effetto del consulente resta (0.578, $p = 0.016$), mentre si accendono alfabetizzazione e genere, ed è

il riflesso atteso del modello multinomiale, dato che il possesso attuale premia chi è rimasto. Contando i "non saprei" come non adottanti (R2) il risultato regge (0.513, $p = 0.012$), e regge anche escludendo i 48 casi ibridi (R3, 0.632, $p = 0.004$), segno che i casi particolari non guidano nulla. Sostituendo il punteggio fattoriale con la semplice media dei quattro item (R5) non cambia alcun decimale che conti, con l'interazione che resta a $p = 0.99$. La contro-prova con il movente finanziario (R6), il quinto item della Q30 tenuto fuori dall'indice, è pulita, perché quell'item non produce nulla né da solo né in interazione, a conferma che l'effetto documentato appartiene ai valori di sostenibilità e non a un generico atteggiamento verso l'investire.

Tabella 9. Le verifiche di robustezza del Modello A

	Modello A	R1 Possesso attuale	R2 «Non saprei» = 0	R3 Senza ibridi	R5 Indice come media	R6 Contro- prova (motive finanziario)
Consulente	0,650*** (0,216)	0,578** (0,239)	0,513** (0,203)	0,632*** (0,216)	0,697*** (0,212)	0,825*** (0,201)
Indice valoriale (standardizzato)	0,262 (0,184)	0,296 (0,231)	0,220 (0,180)	0,256 (0,184)	0,259 (0,182)	-0,080 (0,170)
Consulente × Indice valoriale	-0,002 (0,211)	-0,033 (0,258)	0,067 (0,206)	-0,006 (0,212)	0,003 (0,206)	0,079 (0,193)
Controlli Osservazioni	Si 731	Si 731	Si 875	Si 699	Si 788	Si 866

Nota. Stime logit ponderate con i pesi dell'indagine e correzione per il disegno campionario; errori standard linearizzati tra parentesi. Tutte le specificazioni includono i controlli del Modello A (genere, fiducia nel sistema bancario e finanziario, alfabetizzazione finanziaria, disponibilità al rischio, età, titolo di studio, ricchezza finanziaria e indicatore dei casi ibridi, quest'ultimo escluso nella colonna R3 per costruzione). L'indice valoriale è il punteggio fattoriale standardizzato dei quattro item Q30.1-Q30.4, sostituito dalla loro media semplice standardizzata in R5 e dall'item Q30.5 sul movente puramente finanziario in R6. Significatività: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.10$. La tabella raccoglie le cinque verifiche relative al Modello A. La verifica R4, che sostituisce l'item della batteria Q55 usato come moderatore, riguarda il Modello B ed è riportata nel Pannello B della Tabella 10; la verifica R7, sulla probabilità di rispondere «non saprei» alla domanda sul possesso, è discussa nel testo. Fonte: indagine GRINS, wave 2 (2025).

La prima ipotesi risulta dunque confermata nella sua versione additiva, che è anche la più interessante. Il consulente è un sostituto dei valori in senso funzionale, perché la sua presenza compensa per intero la loro assenza e porta chi non ha alcuna motivazione valoriale allo stesso livello di adozione di chi ci crede ma fa da solo. Non è però un sostituto in senso interattivo, perché non serve di più a chi ha meno valori; serve ugualmente a tutti, e i valori, quando ci sono, aggiungono comunque il loro contributo.

L'immagine che riassume il risultato è quella di due porte indipendenti che si aprono sulla stessa stanza.

3.7 Seconda ipotesi: la fiducia nella relazione

La seconda ipotesi si concentra sui soli investitori che hanno un consulente e verifica se la fiducia nelle sue raccomandazioni rafforzi la relazione tra valori personali e adozione, come lascerebbe prevedere la teoria dei money doctors. Il modello riprende la struttura del precedente ed è stimato sul sottocampione degli assistiti.

$$Pr (Adozione=1) = \lambda (\beta_0 + \beta_1 Valori + \beta_2 Fiducia + \beta_3 (Valori \times Fiducia) + \gamma'X)$$

La variabile *Fiducia* corrisponde all'item Q55.4, scelto come moderatore prima di stimare qualunque modello. Tra i controlli entra anche la frequenza del contatto con il consulente, perché serve a separare due aspetti che nella relazione viaggiano insieme, cioè quanto il cliente si fida e quanto spesso lo sente. Il campione si riduce a 562 osservazioni, per effetto congiunto della restrizione ai soli assistiti e dei valori mancanti sulle altre variabili. Il risultato non conferma l'ipotesi. L'effetto della fiducia, calcolato per un cliente con valori medi, è indistinguibile da zero (0.022, $p = 0.808$), e gli effetti marginali ai tre livelli di valori restano compresi tra -2.5 e +3.2 punti percentuali senza mai avvicinarsi alla significatività. L'interazione con i valori è positiva ma non raggiunge le soglie convenzionali (0.134, $p = 0.072$). Letta con la griglia del paragrafo precedente indicherebbe complementarità anziché sostituzione, ma gli effetti marginali non mostrano nulla a nessun livello di valori, e il dato resta perciò un indizio da segnalare più che un risultato.

Una parte della spiegazione era già visibile nel paragrafo 3.3. La fiducia dichiarata si concentra nella parte alta della scala, con il 74% dei clienti collocato a 5 o più (su una scala da 1 a 7), e una variabile che varia poco difficilmente può moderare l'effetto di un'altra. Nello stesso modello, però, un'altra variabile risulta significativa, ed è la frequenza del contatto. Rispetto ai clienti che sentono il consulente almeno una volta al mese, chi lo sente una volta all'anno ha una probabilità di adozione più bassa (-0.74, $p = 0.035$) e chi quasi non lo sente perde circa il doppio (-1.30, $p = 0.012$).

Il modello, dunque, sposta l'attenzione da ciò che il cliente prova per il consulente a quanto spesso ci parla. Non è la fiducia dichiarata a fare la differenza, ma la frequenza dello scambio.

Tabella 10. Il Modello B: la relazione di consulenza e l'adozione

Pannello A. Specificazione integrale (moderatore: fiducia nelle raccomandazioni)

Variabile	Coefficiente
Valori di sostenibilità (standardizzati)	-0,466 (0,387)
Fiducia nelle raccomandazioni (Q55.4)	0,022 (0,091)
Valori × Fiducia	0,134* (0,074)
Contatto: alcune volte all'anno	-0,099 (0,294)
Contatto: una volta all'anno	-0,740** (0,351)
Contatto: meno di una volta all'anno	-1,304** (0,521)
Donna	0,247 (0,241)
Fiducia nel sistema bancario e finanziario	0,057 (0,073)
Alfabetizzazione finanziaria	0,095 (0,105)
Rischio: nella media	-0,476 (0,409)
Rischio: sotto la media	-0,789* (0,452)
Rischio: nessuna disponibilità	-0,722 (0,548)
Età	-0,002 (0,009)
Istruzione: diploma superiore	-0,286 (0,504)
Istruzione: laurea triennale	-0,067 (0,610)
Istruzione: laurea magistrale	-0,315 (0,512)
Istruzione: dottorato	0,380 (0,818)
Ricchezza finanziaria	0,104* (0,059)
Caso ibrido	0,907* (0,474)
Costante	0,561 (0,956)
Osservazioni	562

Pannello B (R4). Moderatori alternativi: i quattro item della batteria Q55 e la media del nucleo

Moderatore	Effetto principale	Valori × Moderatore	ME valori bassi	ME valori medi	ME valori alti
Fiducia nelle raccomandazioni (Q55.4)	0,022 (0,091)	0,134* (0,074)	-2,5 (p = 0,310)	+0,5 (p = 0,807)	+3,2 (p = 0,210)
Apprendimento (Q55.2)	0,095 (0,083)	0,094 (0,066)	+0,0 (p = 0,991)	+2,1 (p = 0,252)	+3,9 (p = 0,074)
Disponibilità del consulente (Q55.3)	-0,017 (0,087)	0,054 (0,066)	-1,6 (p = 0,457)	-0,4 (p = 0,847)	+0,8 (p = 0,765)
Esclusività della relazione (Q55.1)	-0,067 (0,070)	0,026 (0,058)	-2,1 (p = 0,301)	-1,5 (p = 0,335)	-0,8 (p = 0,653)
Media del nucleo (Q55.2-Q55.4)	0,074 (0,114)	0,138* (0,084)	-1,5 (p = 0,605)	+1,6 (p = 0,514)	+4,4 (p = 0,174)

Nota. Stime logit ponderate con i pesi dell'indagine e correzione per il disegno campionario, calcolate sulla sottopopolazione degli investitori che dispongono di un consulente; 562 osservazioni in tutte le specificazioni. Errori standard linearizzati tra parentesi. Nel Pannello A il moderatore è la fiducia nelle raccomandazioni del consulente (Q55.4), dichiarato prima della stima. Il Pannello B raccoglie la verifica di robustezza R4: ciascuna riga proviene da una stima separata, identica al Pannello A tranne che per l'item della batteria Q55 usato come moderatore. Gli effetti marginali, espressi in punti percentuali, misurano la variazione della probabilità di adozione associata a un punto in più sulla scala del moderatore, calcolata a valori di sostenibilità pari a meno una, zero e più una deviazione standard. La categoria di riferimento della frequenza di contatto è il contatto almeno mensile; il gradiente resta invariato in tutte le specificazioni. Significatività: *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.10. Fonte: indagine GRINS, wave 2 (2025).

Le analisi descrittive chiariscono il punto. Ricodificando la domanda N4 si ottiene un gradiente di delega a tre livelli. La soglia è posta dopo il primo codice, in coerenza con la definizione di assistito adottata nel paragrafo 3.2: nel primo gruppo resta soltanto chi decide senza alcun coinvolgimento del consulente, mentre chi decide in prevalenza da solo ma lo consulta rientra tra gli intermedi, che risultano quindi più numerosi del 54% indicato nel paragrafo 3.3. Su questo gradiente l'adozione non cresce al crescere della delega. Adotta il 41.5% di chi decide da solo, il 57.7% di chi usa il consulente come interlocutore e il 46.7% di chi gli affida le decisioni in modo pieno ($p = 0.0005$, con la cautela dovuta ai circa 95 casi di delega piena). L'andamento, quindi, non è crescente ma a U rovesciata, e mostra che l'adozione è massima dove il cliente discute con il consulente, non dove gli lascia decidere tutto. Questo risponde anche a una domanda che il capitolo si era posto, cioè se il consulente sostituisca il processo decisionale del cliente. I dati dicono di no, perché il canale funziona attraverso il confronto e non attraverso l'affidamento passivo.

Incrociando poi frequenza del contatto e fiducia si ottengono quattro tipi di relazione, e le differenze tra loro sono ampie. Adottano di più i clienti che sentono spesso il consulente, sia quando il loro livello di fiducia è più elevato (63.6%), sia quando il loro livello di fiducia è più basso (65.2%, circa 140 casi, da leggere con prudenza). Chi si fida ma sente il consulente di rado scende al 48.6%, e chi non si fida e lo sente di rado si ferma al 32.4% ($p < 0.001$). La frequenza, in altre parole, conta più della fiducia, e la fiducia senza contatto produce poco.

Il funzionamento del canale si osserva anche in modo diretto attraverso la domanda N18, posta a chi ha risposto nel merito alla Q36, che chiede se la scelta sui prodotti sostenibili sia stata influenzata dal consulente. Tra gli assistiti, il 44.6% attribuisce al consulente almeno parte della scelta, con il 12.5% che risponde "decisamente" e il 32.1% "in parte". Il 23% la rivendica come idea propria e il 29.9% dichiara di non aver mai parlato di prodotti sostenibili con il proprio consulente. Quest'ultimo dato è quello che nel capitolo viene chiamato *silenzio ESG*, e descrive un assistito su tre che ha una relazione di consulenza nella quale il tema non è mai stato sollevato.

L'incrocio tra N18 e adozione mostra differenze molto forti, dall'88% di adozione tra chi dichiara che il consulente ha influito al 10% tra chi non ne ha mai discusso ($p < 0.001$). Il dato va però letto con un'avvertenza: infatti, la domanda riguarda l'influenza sulla scelta, e chi non ha mai adottato risponde quasi necessariamente di non averne mai parlato, quindi una parte della relazione è tautologica. La lettura difendibile è descrittiva del canale e non causale, e il numero da citare resta il 44.6% di scelte in cui il consulente ha avuto un ruolo. Il silenzio, inoltre, non è distribuito in modo uniforme, perché riguarda il 40.4% delle relazioni poco frequenti e prive di fiducia contro circa il 19% di quelle frequenti, e conferma quindi quanto già emerso sul peso del contatto.

Il risultato non dipende dall'item scelto come moderatore (R4). Le stime sono state replicate sostituendo la fiducia con ciascuno degli altri tre aspetti della relazione e con la media dei tre item più coesi della batteria, e il quadro non cambia: effetto principale nullo, interazione con i valori positiva ma sotto le soglie convenzionali, gradiente della frequenza di contatto invariato. Merita una riga l'apprendimento, l'item che nello screening bivariato risultava il più correlato con l'adozione (0.131 contro lo 0.070 della fiducia): una volta inserito nel modello con i controlli non produce alcun effetto (0.095, $p = 0.256$). La spiegazione più plausibile è che la sua associazione bivariata passasse per la frequenza del contatto, con cui correla a -0.226, dal momento che il consulente che

insegna è anche quello che si sente più spesso. Nessuno dei quattro aspetti della relazione misurati dalla batteria, quindi, spiega l'adozione una volta tenuto conto del contatto.

Tabella 11. L'anatomia del canale di consulenza

Categoria	Quota (%)	Adozione (%)
Grado di delega al consulente (N4)		<i>p</i> < 0,001
Decide in autonomia	27,8%	41,5%
Consulente come interlocutore	66,6%	57,7%
Affidamento forte	5,7%	46,7%
Tipo di relazione (frequenza × fiducia)		<i>p</i> < 0,001
Viva e fiduciaria	52,8%	63,6%
Attiva ma diffidente	15,6%	65,2%
Fiduciaria ma dormiente	21,7%	48,6%
Fredda e dormiente	10,0%	32,4%
Influenza dichiarata del consulente (N18)		<i>p</i> < 0,001
Ha influito decisamente	12,5%	88,3%
Ha influito in parte	32,1%	87,6%
Scelta autonoma del cliente	23,0%	62,4%
Mai discusso di prodotti sostenibili	29,9%	9,9%
Non ricorda	2,5%	39,1%
Il silenzio ESG per tipo di relazione		<i>p</i> < 0,001
	Quota (%)	Mai discusso (%)
Viva e fiduciaria	50,2%	18,9%
Attiva ma diffidente	14,3%	18,6%
Fiduciaria ma dormiente	23,9%	25,7%
Fredda e dormiente	11,5%	40,4%

Nota. Quote e tassi ponderati con i pesi dell'indagine e correzione per il disegno campionario. Il pannello sul grado di delega è calcolato su tutti i rispondenti classificabili rispetto all'adozione; i pannelli successivi sui soli investitori che dispongono di un consulente. La colonna «quota» indica il peso della categoria all'interno della rispettiva sottopopolazione, la colonna «adozione» la quota di chi possiede o ha posseduto prodotti sostenibili. Nell'ultimo pannello la seconda colonna riporta invece la quota di clienti che dichiarano di non aver mai discusso di prodotti sostenibili con il proprio consulente. I valori *p* derivano dal test chi-quadro con correzione per il disegno campionario. Il gradiente del pannello sull'influenza dichiarata va letto in chiave descrittiva, poiché la domanda riguarda l'influenza sulla scelta e chi non ha mai adottato risponde quasi necessariamente di non averne mai discusso. Fonte: indagine GRINS, wave 2 (2025).

La seconda ipotesi, nella formulazione che assegna alla fiducia il ruolo di meccanismo, va quindi respinta. Il modo in cui viene respinta, però, è informativo. Non è la relazione di consulenza a non contare, ma la fiducia dichiarata a non esserne l'elemento attivo, in parte perché è troppo concentrata verso l'alto per discriminare i clienti, in parte perché il lavoro lo svolge la frequenza del contatto. La versione dell'ipotesi che i dati sostengono

è dunque diversa da quella iniziale: a veicolare l'adozione è la frequenza del contatto, non la fiducia che il cliente dichiara nel proprio consulente.

3.8 Terza ipotesi: la manipolazione

La terza ipotesi utilizza la parte sperimentale del disegno, quella che consente una lettura causale. Per ciascuna delle quattro credenze, e poi per l'interesse dichiarato, il modello viene stimato sul campione completo.

$$Y = \alpha + \delta_2 Leg_2 + \delta_3 Leg_3 + \delta_4 Leg_4 + \gamma_1 Istruzione + \gamma_2 Competenza percepita + \varepsilon$$

Le tre variabili dicotomiche identificano i bracci sperimentali e la categoria di riferimento è la leg 1, cioè il frame positivo di taglio finanziario. I due controlli sono quelli che il bilanciamento del paragrafo 3.5 ha reso necessari (livello di istruzione ed overconfidence). Ciascun coefficiente misura quanto quel braccio si discosta dalla base, espresso in punti della scala da 1 a 7. Poiché l'assegnazione ai bracci è casuale, i quattro gruppi sono confrontabili e la differenza tra loro può essere attribuita al testo letto.

Sulle credenze, il risultato si concentra in un solo braccio. Il frame negativo della leg 2, quello che riporta i deflussi dai fondi sostenibili e i timori di greenwashing, riduce proprio le due credenze di natura finanziaria a cui il testo fa riferimento. La convinzione che i prodotti sostenibili rendano quanto quelli tradizionali scende di 0.33 punti ($p = 0.027$) e quella che comportino un rischio analogo scende di 0.29 punti ($p = 0.045$). Dopo aver letto la notizia negativa, quindi, i rispondenti giudicano i prodotti sostenibili meno redditizi e più rischiosi. Le credenze sulla varietà dell'offerta e sui costi restano invece invariate, e questo è coerente con il contenuto del testo, il quale appunto non menziona tali aspetti.

Gli altri due bracci non producono effetti. Il frame etico della leg 3, che al controllo sulla ricezione era risultato il più condiviso, non modifica alcuna credenza. Il gruppo di controllo della leg 4 presenta inoltre valori praticamente identici a quelli della leg 1 sulla credenza relativa ai rendimenti, con una differenza di appena 0.02 punti, il che significa che chi ha letto la notizia positiva ha le stesse convinzioni di chi non ha letto nulla.

Messi insieme, questi tre confronti indicano un'asimmetria tra informazione negativa e positiva. La notizia sfavorevole peggiora le credenze, mentre quella favorevole non le migliora, ed è il fenomeno che nel capitolo viene chiamato “asimmetria della negatività”. Ne discende un'implicazione pratica: una singola comunicazione può ridurre la fiducia nei prodotti sostenibili, mentre per aumentarla non basta un messaggio isolato e serve verosimilmente un'esposizione informativa ripetuta nel tempo.

Sull'interesse dichiarato, come l'ipotesi prevedeva, non emergono differenze rilevanti. Il test congiunto sui quattro bracci non è significativo ($p = 0.17$). Questo risultato negativo è però metà della dimostrazione, perché mostra che l'interesse resta stabile proprio mentre le credenze tecniche si modificano.

Inoltre, nel confronto puntuale tra gruppo di controllo e frame positivo, il primo si colloca 0.28 punti più in basso ($p = 0.037$), quindi chi ha letto la notizia favorevole dichiara un interesse leggermente superiore a chi non ha letto nulla. Con un test congiunto non significativo e in presenza di confronti multipli, tuttavia, questo dato non costituisce un risultato solido, e permette al più di ipotizzare che le buone notizie incidano sulle dichiarazioni più che sulle convinzioni.

Un'ultima verifica ha esaminato se la reazione ai testi differisca tra chi dispone di un consulente e chi si informa da solo. Il controllo è stato condotto aggiungendo al modello l'interazione tra braccio sperimentale e presenza del consulente, verificata con un test congiunto. Non emergono differenze significative, e il risultato va registrato come tale, anche considerando che la reazione da attenuare è essa stessa circoscritta, dato che riguarda un solo braccio e due credenze su quattro.

La terza ipotesi risulta quindi confermata nella sua parte centrale, quella che prevedeva una dissociazione tra credenze e interesse. Le credenze si modificano, l'interesse dichiarato no. A questo si aggiunge una precisazione sulla direzione dell'effetto, che l'ipotesi non aveva anticipato e che rende il risultato più informativo. A modificare le credenze non è l'informazione in quanto tale, ma soltanto quella negativa.

Tabella 12. Il Modello C: gli effetti dei frame informativi su credenze e interesse

Variabile	Rendimenti (Q32.1)	Varietà (Q32.2)	Costi (Q32.3)	Rischi (Q32.4)	Interesse (Q31)
<i>Bracci sperimentali (base: leg 1, frame positivo)</i>					
Leg 2 – frame negativo (greenwashing)	-0,332** (0,150)	-0,250 (0,159)	-0,220 (0,151)	-0,290** (0,145)	-0,161 (0,132)
Leg 3 – frame etico e normativo	-0,100 (0,154)	-0,007 (0,165)	-0,175 (0,174)	-0,130 (0,146)	-0,217 (0,141)
Leg 4 – controllo (nessuna notizia)	0,019 (0,142)	-0,073 (0,148)	-0,036 (0,147)	-0,118 (0,137)	-0,279** (0,134)
Titolo di studio	-0,024 (0,046)	-0,021 (0,049)	-0,001 (0,051)	0,011 (0,046)	0,025 (0,044)
Competenza percepita	0,176*** (0,037)	0,186*** (0,040)	0,159*** (0,042)	0,152*** (0,037)	0,105*** (0,034)
Costante	4,107*** (0,201)	3,940*** (0,226)	4,179*** (0,219)	4,418*** (0,205)	4,501*** (0,189)
Osservazioni	974	1004	970	990	1217
R²	0,044	0,039	0,028	0,031	0,016
<i>Test congiunto sui quattro bracci</i>					
Valore p	0,088	0,389	0,429	0,260	0,174
<i>Test congiunto delle interazioni con il consulente</i>					
Valore p	0,828	0,488	0,640	0,384	0,351

Nota. Stime lineari ponderate con i pesi dell'indagine e correzione per il disegno campionario; errori standard linearizzati tra parentesi. Le variabili dipendenti sono misurate su scala da 1 a 7 e rilevate dopo l'esposizione al testo sperimentale. La categoria di riferimento è la leg 1, il frame positivo di taglio finanziario, sicché ciascun coefficiente misura la distanza di quel braccio dalla base in punti di scala. Titolo di studio e competenza percepita sono i controlli imposti dal bilanciamento discusso nella sezione 3.5. Il pannello centrale riporta il test congiunto di uguaglianza tra i quattro bracci; il pannello inferiore il test congiunto delle interazioni tra bracci e presenza del consulente, stimate in un modello separato. Significatività: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.10$. Fonte: indagine GRINS, wave 2 (2025).

3.9 Il dire e il fare: la ricomposizione del paradosso

Il capitolo si chiude tornando al punto da cui era partito, cioè alla distanza tra il 67% di investitori che dichiarano un interesse elevato verso gli investimenti sostenibili e il 33% che li possiede. Per spiegare quella distanza occorre confrontare direttamente le due grandezze che la compongono. Il modo più semplice consiste nell'applicare all'interesse

dichiarato lo stesso modello già usato per l'adozione, con le medesime variabili esplicative, e leggere i due risultati affiancati riga per riga. Il confronto è legittimo perché l'interesse, come verificato nella sezione 3.5, non risente del testo sperimentale letto e può quindi essere analizzato sull'intero campione.

I due modelli danno risultati opposti proprio sulle variabili che contano. L'interesse dipende in misura netta dai valori personali, poiché ogni deviazione standard in più sull'indice si accompagna a un aumento di 0.712 punti di scala. Il consulente, che sull'adozione portava quindici punti percentuali di probabilità, sull'interesse non produce alcun effetto ($0.096, p = 0.44$). Le donne, che quanto ad adozione non si distinguevano dagli uomini, dichiarano invece un interesse superiore di 0.323 punti ($p = 0.002$). Anche la fiducia nel mondo bancario e finanziario segue lo stesso schema, perché contribuisce all'interesse dichiarato ($0.095, p = 0.008$) mentre nel modello sull'adozione risulta priva di effetto, a conferma di quanto osservato nel paragrafo 3.6. Nel complesso il modello sull'interesse spiega quasi il 30% della varianza.

La conclusione è netta. I valori spiegano quanto una persona desideri investire nel sostenibile, il consulente spiega se ci arrivi davvero.

Qui sta la spiegazione del paradosso. Le due quote non coincidono perché non dipendono dalle stesse cose. L'interesse nasce dai valori, che nel campione sono largamente diffusi, mentre l'adozione passa dal consulente, di cui non tutti dispongono e che, come si è visto nella sezione 3.7, in quasi un caso su tre non affronta mai l'argomento con il proprio cliente.

Da questa lettura discende una previsione, che i dati confermano. La sezione 3.6 ha mostrato come il consulente aumenti l'adozione nella stessa misura per tutti, senza favorire in modo particolare chi è già interessato alla sostenibilità. Se così fosse, il consulente porterebbe all'adozione tanto gli interessati quanto i disinteressati, e la quota di chi dichiara interesse senza aver mai adottato non ha ragione di ridursi tra i suoi clienti. È esattamente ciò che si osserva. La quota di investitori con interesse elevato e nessuna adozione è del 28.0% tra chi non ha un consulente e del 25.3% tra chi ce l'ha, e la differenza non è statisticamente significativa ($p = 0.49$).

Il consulente, dunque, non funziona come un ponte tra intenzione e comportamento. Apre una strada verso l'adozione che prescinde dall'interesse dichiarato, e per questo lascia il divario dov'era. Il caso delle donne ne è l'esempio più chiaro, perché sono più interessate degli uomini senza adottare di più, e costituiscono quindi il gruppo in cui lo stated-revealed gap si manifesta con maggiore evidenza.

Tabella 13. Il dire e il fare: interesse dichiarato e adozione a confronto

Variabile	Interesse dichiarato (scala 1-7)	Adozione (logit)
Coefficienti		
Valori di sostenibilità (standardizzati)	0,712*** (0,067)	0,260*** (0,100)
Consulente	0,096 (0,124)	0,651*** (0,216)
Donna	0,323*** (0,103)	0,286 (0,210)
Fiducia nel sistema bancario e finanziario	0,095*** (0,036)	0,068 (0,061)
Alfabetizzazione finanziaria	0,025 (0,048)	0,024 (0,091)
Rischio: nella media	-0,098 (0,165)	-0,618** (0,315)
Rischio: sotto la media	-0,075 (0,179)	-1,020*** (0,362)
Rischio: nessuna disponibilità	0,031 (0,241)	-1,231*** (0,435)
Età	-0,001 (0,004)	-0,004 (0,007)
Istruzione: diploma superiore	0,264 (0,218)	-0,220 (0,421)
Istruzione: laurea triennale	0,369 (0,262)	-0,099 (0,499)
Istruzione: laurea magistrale	0,242 (0,226)	-0,098 (0,433)
Istruzione: dottorato	0,743** (0,324)	0,479 (0,612)
Ricchezza finanziaria	0,009 (0,028)	0,097* (0,050)
Caso ibrido	0,046 (0,243)	0,685 (0,465)
Costante	4,084*** (0,367)	0,093 (0,717)
Osservazioni	875	731
R²	0,298	—

Il divario individuale: interesse elevato senza adozione

	Senza consulente	Con consulente
Quota con divario aperto	28,0%	25,3%
Differenza tra i due gruppi (p)		0,486

Nota. Stime ponderate con i pesi dell'indagine e correzione per il disegno campionario; errori standard linearizzati tra parentesi. La prima colonna riporta una regressione lineare dell'interesse dichiarato, misurato su scala da 1 a 7; la seconda il modello logit dell'adozione. Entrambe le colonne sono stimate senza il termine di interazione tra consulente e valori, che costituisce oggetto dell'ipotesi 1 ed è riportato nella Tabella 7. I coefficienti delle due colonne non sono confrontabili nel valore numerico, poiché espressi su scale diverse; il confronto riguarda quali variabili risultino rilevanti in ciascun modello. Il pannello inferiore riporta la quota di investitori che dichiarano un interesse elevato senza aver mai adottato prodotti sostenibili, calcolata separatamente per chi dispone e chi non dispone di un consulente. Significatività: *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.10. Fonte: indagine GRINS, wave 2 (2025).

3.10 Conclusioni del capitolo

Il capitolo è partito da un dato che riassume il problema. Tra gli investitori italiani, il 67% dichiara un interesse elevato per gli investimenti sostenibili, ma solo il 33% li ha in portafoglio. L'analisi condotta in queste pagine permette di dire perché questa distanza esista, e i risultati ottenuti si possono riassumere in tre messaggi.

Il primo tra questi è che l'adozione passa dal consulente. Avere un consulente, infatti, aumenta la probabilità di detenere prodotti sostenibili di circa quindici punti percentuali, un effetto superiore a quello di una forte sensibilità personale verso la sostenibilità. Nello specifico, l'aumento è lo stesso per tutti i clienti, sia per chi è indifferente al tema, sia per chi ci crede da sempre. Il consulente, in altre parole, non è più efficace con i clienti già motivati né lo è particolarmente con quelli più indifferenti al tema: il suo contributo è lo stesso per tutti. Propone, e la proposta produce lo stesso effetto qualunque sia la sensibilità di chi ha di fronte. Ne consegue che un cliente del tutto indifferente alla sostenibilità, se assistito, arriva ad adottare quanto un cliente convinto che decide da solo. I dati distinguono inoltre l'ingresso dalla permanenza. Nel prodotto si entra su proposta del consulente, mentre a restarvi sono soprattutto i clienti con maggiore competenza finanziaria e patrimonio.

Il secondo messaggio riguarda il funzionamento della relazione di consulenza. Ci si aspetterebbe che a fare la differenza sia la fiducia del cliente nelle raccomandazioni ricevute, ma tra gli investitori assistiti di questo campione la fiducia dichiarata non incide sull'adozione. Una ragione plausibile sta nella sua stessa distribuzione, dal momento che tre clienti su quattro si collocano nella parte alta della scala e la variabile finisce per distinguere poco. Il fattore che emerge è un altro, ossia la frequenza del contatto. Chi sente spesso il consulente adotta ai livelli più elevati anche quando dichiara di fidarsi poco, mentre chi si fida ma lo sente di rado resta ai livelli più bassi. Quello che conta, dunque, è una relazione attiva, fatta di scambi frequenti, più che un rapporto fiduciario mantenuto a distanza. C'è però un dato che ridimensiona tutto il canale, ed è forse il più importante del capitolo dal punto di vista pratico. Quasi un cliente su tre dichiara che con il proprio consulente non ha mai parlato di prodotti sostenibili. Prima di attribuire la scarsa adozione alla riluttanza degli investitori, occorre osservare che in molti casi il tema non è mai stato proposto loro.

Il terzo messaggio riguarda l'informazione, ed emerge dall'esperimento incorporato nel questionario, in cui a gruppi di rispondenti estratti a sorte sono state mostrate notizie

diverse sui prodotti sostenibili. Una singola notizia negativa, sui deflussi e sul greenwashing, è bastata a peggiorare il giudizio dei lettori su rendimenti e rischio di questi prodotti. I frame positivi, invece, non sembrano aver prodotto risultati. Inoltre, l'interesse dichiarato risulta identico a prescindere dal testo letto. Le persone, quindi, continuano a dirsi interessate anche mentre rivedono al ribasso il giudizio tecnico sull'investimento. Per la domanda di prodotti sostenibili il rischio non è la mancanza di buone notizie, che comunque non costruiscono nulla, ma la circolazione delle cattive, che erodono le convinzioni senza lasciare tracce visibili nelle dichiarazioni.

Messi insieme, i tre messaggi spiegano il paradosso. Interesse e adozione non coincidono perché dipendono da fattori diversi. L'interesse nasce dai valori personali, mentre l'adozione passa dalla consulenza, che non tutti hanno e che spesso non porta il tema in conversazione.

Da questi risultati discendono alcune considerazioni di natura pratica. La prima riguarda il modo in cui l'investimento sostenibile viene promosso. Le iniziative che fanno leva sui valori e sulla sensibilità ambientale agiscono su una dimensione, l'interesse, che nel campione risulta già elevata e riguarda due investitori su tre. L'ostacolo, però, si colloca altrove, nel passaggio dall'intenzione al comportamento, e su quel passaggio i valori incidono poco.

La seconda riguarda il canale della consulenza. Il dato sul “silenzio ESG” indica uno spazio non utilizzato, perché se quasi un cliente su tre non ha mai affrontato l'argomento con il proprio consulente, esiste un margine di iniziativa che precede qualunque considerazione sulla disponibilità della domanda. Quanto di quel margine si tradurrebbe effettivamente in adozione, tuttavia, i dati non permettono di stabilirlo, dal momento che il legame osservato tra discussione del tema e possesso di prodotti sostenibili ha natura descrittiva.

La terza riguarda l'informazione. L'asimmetria tra notizie negative e positive suggerisce che la tenuta della domanda dipenda meno dalla diffusione di messaggi favorevoli, che nell'esperimento non hanno prodotto effetti, e più dalla capacità di contenere l'impatto di quelli sfavorevoli. Su chi possa svolgere questa funzione l'analisi non offre indicazioni, poiché la presenza del consulente non attenua la reazione ai testi.

I limiti del lavoro vanno dichiarati con la stessa chiarezza. La parte osservazionale documenta associazioni robuste ma non effetti causali, perché la scelta di avvalersi di un consulente è compiuta dalle persone e non assegnata per sorteggio, e i controlli riducono il rischio che l'effetto stimato dipenda da caratteristiche preesistenti senza poterlo

eliminare del tutto. A questo si somma un limite di ordine temporale, poiché la presenza del consulente è rilevata al momento dell'intervista mentre l'adozione può risalire ad anni prima, e i dati non consentono di ricostruire quale fosse la situazione del rispondente quando ha sottoscritto il prodotto.

La misura dell'influenza dichiarata del consulente è raccolta a posteriori e risente della struttura della domanda, poiché chi non ha mai adottato tende per definizione a rispondere di non averne mai discusso. Alcuni sottogruppi, come i clienti che delegano interamente le decisioni o i casi ibridi, sono troppo poco numerosi per letture di dettaglio. La parte sperimentale, per contro, gode di una validità interna elevata, ma verifica l'effetto di un'esposizione singola e momentanea, mentre gli investitori si muovono in un flusso informativo continuo, e nulla di quanto emerso permette di dire cosa accada quando i messaggi si ripetono nel tempo. Questi confini delimitano la portata dei risultati e indicano al tempo stesso le direzioni lungo cui la ricerca potrebbe proseguire, di cui si dirà nelle conclusioni generali della tesi.

Conclusioni

Il lavoro ha preso le mosse da una discrepanza che attraversa il mercato italiano del risparmio, quella tra la quota di investitori che dichiara interesse per gli investimenti sostenibili e la quota, assai più ridotta, che li possiede davvero. Nel campione analizzato, le due grandezze valgono rispettivamente il 67.4% e il 33.5%, e la loro distanza costituisce la misura di quello che in queste pagine è stato definito come “paradosso italiano”.

L'ipotesi formulata in apertura attribuiva tale distanza non alla debolezza delle preferenze, bensì alla difficoltà di tradurle in una scelta di portafoglio, e individuava nella relazione di consulenza il luogo in cui quella traduzione ha maggiori probabilità di compiersi. I tre capitoli che precedono l'hanno sottoposta a verifica, e il risultato complessivo ne conferma l'impianto correggendone il meccanismo.

Il capitolo primo ha stabilito la premessa su cui l'ipotesi poggia. Le preferenze di sostenibilità degli investitori al dettaglio esistono, nascono da motivazioni di carattere identitario e resistono nel tempo anche quando la scelta comporta un costo, come mostra il caso del fondo pensione olandese studiato da Bauer, Ruof e Smeets, dove la disponibilità a rinunciare a una parte del rendimento si conferma in un voto che incide davvero sulla politica di investimento del fondo. Se le preferenze fossero deboli o dichiarate per convenienza, il divario si spiegherebbe da sé e l'indagine si fermerebbe qui. Il capitolo mostra tuttavia che esse restano spesso latenti, cioè presenti ma prive di un innesco che le converta in decisione, e sposta con ciò la domanda dalla loro esistenza alle condizioni della loro attivazione.

Il capitolo secondo individua in quelle condizioni l'oggetto proprio della relazione di consulenza, esaminandola lungo tre dimensioni, ossia la fiducia che il cliente ripone nel proprio consulente, l'impatto dell'informazione sostenibile e il modo in cui essa viene presentata. Da questa impostazione discende un'attesa precisa. Se il consulente rendesse operativa una convinzione che il cliente già possiede senza averla mai tradotta in scelta, il suo apporto dovrebbe risultare tanto maggiore quanto più forte è la convinzione del cliente. È l'attesa che il capitolo terzo mette alla prova, ed è anche il punto in cui l'evidenza impone una correzione.

I dati, infatti, non la confermano: la presenza di un consulente si accompagna ad una probabilità di adozione superiore di circa quindici punti percentuali, e l'incremento si mantiene invariato al variare della sensibilità valoriale degli individui, con un termine di interazione statisticamente non significativo. Il consulente conta, dunque, ma non nel modo previsto, poiché non amplifica una convinzione preesistente e agisce invece lungo un canale proprio, che opera parallelamente al canale valoriale. Lucarelli, Citi e Pasquino osservano una struttura additiva analoga su una coppia diversa di fattori, la conoscenza della finanza sostenibile e l'intervento del consulente, e la convergenza tra i due disegni rafforza l'idea che la consulenza operi accanto alle caratteristiche del cliente più che attraverso di esse.

Resta da stabilire quale elemento della relazione produca quel contributo, e i dati indicano la frequenza del contatto più che la fiducia dichiarata. Il risultato sembrerebbe contraddire una letteratura che alla fiducia assegna un ruolo centrale, dall'osservazione di Arrow fino alla teoria dei *money doctors* di Gennaioli, Shleifer e Vishny, ma non si tratta di una smentita, piuttosto di una precisazione sul punto in cui la fiducia agisca. Nel campione essa separa nettamente gli investitori assistiti da quelli autonomi, mentre all'interno della relazione risulta elevata nella grande maggioranza dei rispondenti, e un fattore dotato di scarsa variabilità difficilmente può spiegare la diversa propensione all'adozione. La fiducia sembra quindi condizionare l'ingresso nella relazione consulenziale, mentre l'adozione dipende dall'intensità con cui la relazione viene esercitata, misurata dalla frequenza dello scambio. La ricostruzione resta un'interpretazione, poiché il questionario osserva il rispondente in un solo momento e non permette di stabilire se sia la fiducia a generare la relazione o la relazione a generare la fiducia, come avviene quando il rapporto nasce per assegnazione o per delega anziché per scelta.

La manipolazione sperimentale aggiunge un tassello che spiega, almeno in parte, perché il canale valoriale si mostri tanto refrattario all'informazione. L'esposizione a una notizia sfavorevole, costruita su deflussi e greenwashing, peggiora in misura significativa le credenze su rendimenti e rischio dei prodotti sostenibili, mentre né il frame positivo di taglio finanziario né quello valoriale producono un miglioramento apprezzabile. L'asimmetria è coerente con la funzione di valore più ripida nel dominio delle perdite prevista dalla Prospect Theory, secondo la quale una perdita produce una variazione di utilità superiore, in valore assoluto, a quella prodotta da un guadagno di pari ampiezza.

La corrispondenza è analogica, poiché l'esperimento manipola informazioni e non esiti monetari, e il disegno non consente di stabilire che sia l'avversione alle perdite a generare l'effetto osservato. L'interesse dichiarato, per contro, resta invariato tra i quattro gruppi, e proprio la sua immobilità costituisce un risultato, poiché indica che l'informazione agisce sui giudizi tecnici relativi al prodotto e lascia intatta la disposizione di principio verso la sostenibilità. È l'esito che ci si può attendere se tale disposizione, come sostengono Bonnefon e colleghi, risponde a un'esigenza di coerenza con i propri valori più che a una valutazione degli effetti concreti dell'investimento.

Letti insieme, i tre risultati confermano l'ipotesi iniziale nel suo impianto e la correggono nel meccanismo. Il divario non dipende dalla debolezza delle preferenze, che i dati mostrano diffuse e ben radicate, e l'adozione risulta più elevata là dove una relazione di consulenza esiste. Il passaggio dalla preferenza alla scelta avviene dunque, come l'ipotesi supponeva, all'interno di una conversazione. Quella conversazione, tuttavia, non opera portando alla luce una convinzione latente, come l'impostazione teorica lasciava attendere: il suo apporto, per quanto i dati mostrano, prescinde dalla convinzione del cliente. Nel campione, un cliente assistito ma privo di sensibilità valoriale raggiunge una probabilità di adozione comparabile a quella di un investitore fortemente motivato che decide in autonomia. Il consulente non si limita dunque a tradurre una preferenza preesistente, ma concorre a produrre una decisione che quella preferenza, da sola, non avrebbe generato.

Da questa struttura discendono alcune indicazioni per la pratica consulenziale. La più immediata riguarda l'uniformità della proposta. La distinzione tra impostazione normativa, descrittiva e prescrittiva, ripresa nel capitolo secondo attraverso il framework di Pompian, individua nell'impostazione prescrittiva quella oggi dominante nella pratica e nella regolamentazione, la quale chiede al consulente di correggere ciò che deriva da errori di ragionamento e di rispettare ciò che deriva da preferenze legittime. Applicata alla sostenibilità, essa implicherebbe una proposta modulata sul cliente, più intensa dove la preferenza valoriale è forte e più cauta dove non lo è. I dati raccolti sono compatibili con qualcosa di diverso, poiché un contributo di quindici punti percentuali identico ai vari livelli di sensibilità è ciò che ci si attenderebbe di osservare se ai clienti venisse proposta la medesima cosa a prescindere dalle loro inclinazioni. È il fenomeno che Foerster, Linnainmaa, Melzer e Previtero hanno denominato *one-size-fits-all advice*. La lettura

richiede tuttavia una cautela. Un effetto medio identico ai vari livelli di sensibilità non dimostra che ogni consulente si comporti allo stesso modo con tutti i clienti, poiché comportamenti opposti potrebbero compensarsi nel dato aggregato. Ciò che si può affermare è più circoscritto, ossia che i dati non mostrano la differenziazione attesa dall'impostazione prescrittiva.

Lo stesso dato si presta tuttavia a una seconda lettura, e sarebbe scorretto tacerla. Se il consulente proponesse soltanto agli investitori già motivati, la consulenza si limiterebbe ad accompagnare una domanda esistente; rivolgendo la proposta all'intera clientela, essa conduce all'adozione anche persone che non vi sarebbero pervenute autonomamente, e concorre dunque ad ampliare il mercato anziché a intercettarlo.

Un'evidenza laterale mostra però che la presenza della relazione non è di per sé sufficiente. Le investitrici del campione dispongono di un consulente nell'84% dei casi contro il 73% degli uomini e dichiarano un interesse per la sostenibilità significativamente superiore, senza che ciò si traduca in una maggiore adozione. Il gruppo nel quale la distanza tra preferenze dichiarate e scelte effettuate è più ampia risulta quindi anche il più intermediato. I dati non permettono di stabilirne la ragione, e le spiegazioni possibili vanno dalla natura della proposta ricevuta alle modalità con cui le preferenze di sostenibilità vengono rilevate, ma il fatto interpella direttamente gli intermediari, tanto nella definizione dei modelli di servizio quanto nelle procedure di profilazione.

Se la presenza della relazione non basta, il punto decisivo è ciò che accade al suo interno, ed è qui che si colloca l'evidenza più concreta dell'intero lavoro. Quasi il 30% degli assistiti dichiara di non aver mai parlato di prodotti sostenibili con il proprio consulente, in un contesto nel quale la normativa europea impone di rilevare le preferenze di sostenibilità nel processo di profilazione. I dati non permettono di sapere se a tali clienti il questionario sia stato somministrato, e la domanda riguarda la trattazione del tema e non l'adempimento formale; resta però che una quota consistente di relazioni di consulenza non registra alcuna conversazione sulla sostenibilità. Prima di interrogarsi su come convincere il cliente, converrebbe dunque verificare quante volte l'argomento sia stato effettivamente trattato.

Ne discende anche un criterio per misurare la qualità di una relazione. La fiducia dichiarata, concentrandosi nella parte alta della scala, distingue poco e costituisce un indicatore scarsamente informativo, per quanto rassicurante possa apparire in una

rilevazione di soddisfazione. La frequenza del contatto e l'effettiva trattazione del tema distinguono invece con chiarezza i clienti che adottano da quelli che non lo fanno, e hanno il vantaggio di essere rilevabili dall'intermediario e modificabili attraverso il modello di servizio.

Nello stesso senso va letto l'andamento dell'adozione lungo il grado di delega. L'adozione raggiunge il livello più alto presso i clienti che discutono le scelte con il consulente, e scende sia presso gli investitori autonomi, sia presso i clienti che delegano per intero le decisioni. Il valore della relazione, per quanto questi dati consentono di osservare, risiede nel confronto più che nella delega. Si tratta di una conclusione affine a quella dell'impostazione prescrittiva, la quale esclude tanto che il consulente si sostituisca al cliente nella decisione, quanto che ne recepisca le preferenze senza sottoporle a discussione.

Un'ultima indicazione nasce dalla lettura congiunta di risultati che, considerati isolatamente, avrebbero portata limitata. Il modello che separa il possesso attuale da quello passato mostra che il consulente incide soprattutto sull'ingresso al mercato sostenibile, mentre l'alfabetizzazione finanziaria e la dotazione patrimoniale incidono sulla permanenza. L'alfabetizzazione finanziaria è inoltre l'unica variabile a comportarsi in modo opposto nei due confronti. Più è elevata, più è probabile che l'investitore possieda ancora il prodotto; più è bassa, più è probabile che l'abbia venduto. La ricchezza finanziaria, invece, separa i possessori dai non adottanti, ma non distingue chi possiede ancora da chi ha già disinvestito. La competenza appare dunque il fattore più direttamente legato al mantenimento della posizione, e il dato dialoga con il risultato di Calcagno e Monticone sulla complementarità tra competenza e consulenza, suggerendone una lettura temporale per cui i due fattori intervengono in momenti diversi della vita dell'investimento.

Se a questo quadro si aggiunge l'asimmetria documentata dall'esperimento, emerge un profilo specifico di investitore, entrato nel mercato sostenibile su proposta del consulente e dotato di una competenza finanziaria contenuta. Poiché l'uscita dal prodotto si associa proprio ai livelli inferiori di competenza, è plausibile che tali investitori siano i più esposti a un'informazione sfavorevole, non disponendo degli strumenti per distinguere una fase avversa di mercato da un deterioramento strutturale. Si tratta di una deduzione che compone risultati distinti e non di un effetto misurato, tanto più che nell'esperimento i

clienti assistiti non hanno reagito ai testi diversamente dagli altri. Se la direzione è quella, l'utilità della consulenza si colloca soprattutto nella fase successiva alla sottoscrizione, e ne discendono due indicazioni operative.

Nel colloquio iniziale, converrebbe dedicare parte del tempo non a rafforzare un interesse già elevato, bensì a chiarire in anticipo che cosa il cliente potrà leggere nei mesi successivi e come distinguere una fase di mercato sfavorevole da un difetto del prodotto.

Nel servizio successivo, converrebbe graduare l'assistenza in base alla competenza anziché in base alla dimensione del portafoglio del cliente, criterio che la prassi commerciale adotta per ragioni di redditività della relazione.

I risultati vanno letti però tenendo presente ciò che questi dati non permettono di stabilire. Il limite principale riguarda la parte osservazionale, poiché i dati mostrano che gli investitori seguiti da un consulente adottano più prodotti sostenibili, ma non che sia il consulente a produrre quel risultato. Avere un consulente non è una condizione assegnata per sorteggio, bensì una scelta, e tale scelta può riflettere caratteristiche che il questionario non rileva. Si aggiunge, inoltre, che la presenza del consulente è rilevata al momento dell'intervista, mentre la sottoscrizione può risalire ad anni prima, sicché non è possibile accertare che la relazione preceda davvero la decisione.

La parte sperimentale, invece, non presenta questo problema, poiché l'assegnazione casuale dei testi consente di attribuire loro le differenze osservate, pagando però un limite di realismo. Il rispondente è esposto a un solo stimolo informativo, in un'unica occasione, e risponde immediatamente dopo senza che dalla risposta discenda alcuna conseguenza concreta. La stabilità dell'interesse dichiarato potrebbe quindi riflettere, almeno in parte, l'assenza di un costo associato alla dichiarazione stessa. Va infine considerata la natura del campione, composto da investitori attivi e non dalla popolazione italiana nel suo complesso, entro i cui confini le conclusioni vanno mantenute.

Da questi limiti discendono le direzioni in cui una ricerca successiva potrebbe muoversi. La prima riguarda il tempo. Servirebbero dati amministrativi che registrino la data di acquisto e la durata del rapporto, oppure una rilevazione ripetuta sugli stessi investitori, in modo tale da poter stabilire se il consulente arrivi prima dell'adozione o dopo. La seconda riguarda l'informazione. Un disegno che ripeta l'esposizione a distanza di tempo direbbe se l'effetto della notizia sfavorevole si consolidi, si attenui o si inverta.

Sullo sfondo di entrambe resta l'evoluzione del contesto normativo. La revisione della disciplina europea sull'informativa di sostenibilità e le linee guida sulla denominazione dei fondi agiscono sull'infrastruttura informativa, riducendo lo spazio per il greenwashing e rendendo le etichette più verificabili. I risultati di questo lavoro suggeriscono che si tratta di una condizione utile ma non risolutiva, poiché il vincolo più stringente nei dati non è la qualità dell'informazione disponibile, bensì il fatto che in una parte consistente delle relazioni di consulenza non si affronti il tema della sostenibilità.

Il paradosso italiano dell'investimento sostenibile appare dunque, alla luce di questo lavoro, meno un problema di domanda che un problema di traduzione. L'interesse esiste, è largamente diffuso e nasce da valori che le persone già possiedono; ciò che manca, in una parte consistente dei casi, è il passaggio che lo trasforma in una decisione. Quel passaggio matura all'interno di una conversazione che spesso non avviene, e che, quando avviene, produce i propri effetti a prescindere dal grado di convinzione del cliente. Il risultato ridimensiona le aspettative riposte nelle iniziative di sensibilizzazione, le quali agiscono su una dimensione che nel campione risulta già largamente acquisita, e al tempo stesso ne apre di nuove, poiché colloca il nodo dell'adozione non nei valori degli investitori, difficilmente modificabili nel breve periodo, ma nelle modalità con cui la proposta di investimento viene formulata, che rientrano per intero nel perimetro d'azione della consulenza finanziaria.

Bibliografia

Ajzen, I. (1991). The theory of planned behavior. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 50(2), 179–211.

Allcott, H., Egan, M. L., Smeets, P., & Yang, H. (2026). *The effects of regulating greenwashing: Evidence from Europe's Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)* (NBER Working Paper No. 34624). National Bureau of Economic Research.

Aristei, D., & Gallo, M. (2021). Financial knowledge, confidence, and sustainable financial behavior. *Sustainability*, 13(19), 10926.

Arrow, K. J. (1972). Gifts and exchanges. *Philosophy & Public Affairs*, 1(4), 343–362.

Atz, U., Van Holt, T., Liu, Z. Z., & Bruno, C. (2023). Does sustainability generate better financial performance? Review, meta-analysis, and propositions. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 13(1), 802–825.

Banca d'Italia. (2017, 2020, 2023). *Indagine sull'alfabetizzazione e le competenze finanziarie degli italiani (IACOFI)*. Banca d'Italia.

Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261–292.

Barreda-Tarrazona, I., Matallín-Sáez, J. C., & Balaguer-Franch, M. R. (2011). Measuring investors' socially responsible preferences in mutual funds. *Journal of Business Ethics*, 103(2), 305–330.

Bauer, R., Ruof, T., & Smeets, P. (2021). Get real! Individuals prefer more sustainable investments. *The Review of Financial Studies*, 34(8), 3976–4043.

Becker, M. G., Martin, F., & Walter, A. (2022). The power of ESG transparency: The effect of the new SFDR sustainability labels on mutual funds and individual investors. *Finance Research Letters*, 47, 102708.

Bergstresser, D., Chalmers, J. M. R., & Tufano, P. (2009). Assessing the costs and benefits of brokers in the mutual fund industry. *The Review of Financial Studies*, 22(10), 4129–4156.

Bikhchandani, S., & Sharma, S. (2001). Herd behavior in financial markets. *IMF Staff Papers*, 47(3), 279–310.

Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C., & Pelizzon, L. (2021). Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(5), 1426–1445.

Bollen, N. P. B. (2007). Mutual fund attributes and investor behavior. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(3), 683–708.

Bongini, P., Cucinelli, D., & Rossolini, M. (2025). Enhancing customers' ESG investments: Key factors shaping financial advisors' recommendations. *Journal of Financial Management, Markets and Institutions*, 13(1), 2550002.

Bonnefon, J. F., Landier, A., Sastry, P. R., & Thesmar, D. (2025). The moral preferences of investors: Experimental evidence. *Journal of Financial Economics*, 163, 103955.

Borgers, A. C. T., & Pownall, R. A. J. (2014). Attitudes towards socially and environmentally responsible investment. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 1, 27–44.

Brunen, A. C., & Laubach, O. (2022). Do sustainable consumers prefer socially responsible investments? A study among the users of robo advisors. *Journal of Banking & Finance*, 136, 106314.

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

Consob. (s.d.). *Il Piano di azione per la finanza sostenibile*.

<https://www.consob.it/web/area-pubblica/il-piano-di-azione-per-la-finanza-sostenibile>

Consob. (2022). *Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane*.

<https://www.consob.it/web/area-pubblica/report-famiglie>

Costa, D., Gentile, M., & Linciano, N. (2022). *Interest in sustainable investments: A characterisation exercise of Italian investors based on Consob surveys* (Consob Sustainable Finance Series No. 3). Consob.

Cruciani, C., Gardenal, G., & Amitrano, G. (2022). *Understanding financial risk tolerance: Institutional, behavioral and normative dimensions*. Palgrave Macmillan.

Cucinelli, D., & Soana, M. G. (2023). Investor preferences, financial literacy and intermediary choice towards sustainability. *Research in International Business and Finance*, 66, 102027.

Deriu, P. (a cura di), Colonnello, D., Costa, D., Gentile, M., & Soccorso, P. (2024). *Rapporto 2024 sulle scelte di investimento delle famiglie italiane. Focus investitori*. Consob.

Dorn, M. (2022, 17 maggio). The (re)balancing act of the S&P 500 ESG Index. *Indexology Blog*. S&P Dow Jones Indices.

Engelmann, J. B., Capra, C. M., Noussair, C., & Berns, G. S. (2009). Expert financial advice neurobiologically "offloads" financial decision-making under risk. *PLoS ONE*, 4(3), e4957.

Foerster, S., Linnainmaa, J. T., Melzer, B. T., & Previtero, A. (2017). Retail financial advice: Does one size fit all? *The Journal of Finance*, 72(4), 1441–1482.

Gennaioli, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (2015). Money doctors. *The Journal of Finance*, 70(1), 91–114.

Georgarakos, D., & Inderst, R. (2014). *Financial advice and stock market participation* (ECB Working Paper No. 1296). European Central Bank.

Giglio, S., Maggiori, M., Stroebe, J., Tan, Z., Utkus, S., & Xu, X. (2025). Four facts about ESG beliefs and investor portfolios. *Journal of Financial Economics*, 164, 103984.

Hackethal, A., Haliassos, M., & Jappelli, T. (2012). Financial advisors: A case of babysitters? *Journal of Banking & Finance*, 36(2), 509–524.

Hartzmark, S. M., & Sussman, A. B. (2019). Do investors value sustainability? A natural experiment examining ranking and fund flows. *The Journal of Finance*, 74(6), 2789–2837.

Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263–291.

Lucarelli, C., Citi, M., & Pasquino, M. (2026). Nudging ESG investments via digital financial advising: Evidence from an investment game experiment. *Business Strategy and the Environment*, 35(6), 7810–7835.

Lusardi, A., & Mitchell, O. S. (2014). The economic importance of financial literacy: Theory and evidence. *Journal of Economic Literature*, 52(1), 5–44.

Morningstar. (2023, 2 febbraio). *ESG fund downgrade accelerates*. Morningstar UK. <https://www.morningstar.co.uk/uk/news/231438/esg-fund-downgrade-accelerates.aspx>

Morningstar. (2023). *U.S. fund fee study: Investors saved nearly \$9.8 billion in fund fees in 2022*. Morningstar Manager Research.

Morningstar. (2026). *Global sustainable fund flows: Q4 2025 in review*. Morningstar.

Mullainathan, S., Noeth, M., & Schoar, A. (2012). *The market for financial advice: An audit study* (NBER Working Paper No. 17929). National Bureau of Economic Research.

Odean, T. (1998). Are investors reluctant to realize their losses? *The Journal of Finance*, 53(5), 1775–1798.

Pompian, M. M. (2012). *Behavioral finance and investor types: Managing behavior to make better investment decisions*. John Wiley & Sons.

Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2011). Is ethical money financially smart? Nonfinancial attributes and money flows of socially responsible investment funds. *Journal of Financial Intermediation*, 20(4), 562–588.

Rubaltelli, E., Pasini, G., Rumiati, R., Olsen, R. A., & Slovic, P. (2010). The influence of affective reactions on investment decisions. *Journal of Behavioral Finance*, 11(3), 168–176.

Seifert, M., Spitzer, F., Haeckl, S., Gaudeul, A., Kirchler, E., Palan, S., & Gangl, K. (2024). Can information provision and preference elicitation promote ESG investments? Evidence from a large, incentivized online experiment. *Journal of Banking & Finance*, 161, 107114.

Shefrin, H., & Statman, M. (1985). The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence. *The Journal of Finance*, 40(3), 777–790.

Starks, L. T. (2023). Presidential address: Sustainable finance and ESG issues—Value versus values. *The Journal of Finance*, 78(4), 1837–1872.

Strauß, N., Krakow, J., & Chesney, M. (2023). It's the news, stupid! The relationship between news attention, literacy, trust, greenwashing perceptions, and sustainable finance investment in Switzerland. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 13(4), 1480–1505.

Thaler, R. H. (1985). Mental accounting and consumer choice. *Marketing Science*, 4(3), 199–214.

Treccani. (s.d.). Greenwashing. In *Vocabolario Treccani online*.
[https://www.treccani.it/vocabolario/greenwashing_\(Neologismi\)/](https://www.treccani.it/vocabolario/greenwashing_(Neologismi)/)

Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185(4157), 1124–1131.

Tversky, A., & Kahneman, D. (1981). The framing of decisions and the psychology of choice. *Science*, 211(4481), 453–458.

Van Dooren, B., & Galema, R. (2018). Socially responsible investors and the disposition effect. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 17, 42–52.

Vissing-Jørgensen, A. (2003). Perspectives on behavioral finance: Does "irrationality" disappear with wealth? Evidence from expectations and actions. *NBER Macroeconomics Annual*, 18, 139–194.

Fonti normative e istituzionali

Commissione europea. (2018). *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile* (COM(2018) 97 final).

ESMA. (2024). *Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms* (ESMA34-1592494965-657). European Securities and Markets Authority.

Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 novembre 2019, relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari. GU L 317 del 9.12.2019, pp. 1–16.

Regolamento delegato (UE) 2021/1253 della Commissione, del 21 aprile 2021, che modifica il regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni

requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento. GU L 277 del 2.8.2021, pp. 1–5.

Appendice

DOXA_grins_wave 2 2025

Rev2_ BVA Doxa

CAMPIONE

Investitori italiani 18-74 anni

- 800 patrimonio finanziario (AUM) fino a 199.000€
- 200 patrimonio finanziario (AUM) fino a 200.000€ - 499.000€
- 150/200 patrimonio finanziario (AUM) 500.000€ o oltre

INTRO

Stiamo svolgendo un'indagine statistica con finalità scientifiche. Lo scopo dello studio è comprendere la cultura ed il comportamento finanziario degli italiani.

SCREENING e CONTROLLO QUOTE

CONTROLLARE SESSO, ETÀ e REGIONE DI RESIDENZA e AMPIEZZA CENTRI DA DATABASE DA PANEL E INSERIRE VARIABILI NEL DATABASE FINALE

A tutti – singola

S1. Indica il titolo di studio più alto che possiedi dalla lista seguente

1. Inferiore o pari alla licenza media
2. Diploma di maturità
3. Laurea triennale
4. Master, laurea magistrale o laurea vecchio ordinamento
5. Dottorato

Se in S1 è laureato cod. 3, 4 o 5

S2. Il titolo di studio che possiedi è in ambito economico-finanziario?

1. Sì
2. No

A tutti – singola

S3. Qual è la tua attuale professione?

1. Imprenditore
2. Libero professionista
3. Commerciante
4. Artigiano
5. Agricoltore (proprietario / titolare / socio)
6. Altra professione autonoma
7. Dirigente
8. Funzionario o quadro
9. Docente universitario
10. Impiegato o insegnante
11. Operaio specializzato o qualificato
12. Operaio semplice o manovale
13. Agricoltore (dipendente)
14. Militare
15. Redditiere/a
16. Casalinga/o
17. Studente
18. Pensionato/a
19. Disoccupato/a in cerca di lavoro
20. Disoccupato/a e non cerco lavoro/inabile al lavoro
21. Altro, specificare _____

A tutti – singola

S4. Indica il reddito mensile del tuo nucleo familiare scegliendo tra le opzioni indicate (il tuo reddito netto mensile se vivi da solo).

1. Minore di 1250€
2. Tra 1.250 e 2.500€
3. Tra 2.500 e 3750€
4. Tra 3.750 e 6.000€
5. Maggiore di 6000€

A tutti – singola

S5. Approssimativamente in quale fascia collocheresti l'insieme dei risparmi / investimenti della tua famiglia (tuoi se vivi da solo)?

Considera **il totale degli investimenti / risparmi** anche sul conto corrente o in contanti della tua famiglia. **Sono da escludere dalla somma i beni immobili: le case, i terreni, i beni rifugio.**

1. Fino a 49.000 Euro
2. Da 50.000 a 74.000 Euro
3. Da 75.000 a 99.000 Euro
4. Da 100.000 a 199.000 Euro
5. Da 200.000 a 349.000 Euro → AFFLUENT
6. Da 350.000 a 499.000 Euro → AFFLUENT
7. Oltre 500.000 Euro → PRIVATE

A tutti – singola

S4. Nelle scelte finanziarie ed assicurative chi prende le decisioni in famiglia?

1. Tu da solo
2. Tu, consultandoti con altri membri della famiglia
3. Altri membri della famiglia, tu non te ne occupi → CHIUDERE

A tutti – multipla sul Sì

S6. Possiedi almeno un conto corrente presso una banca o la posta?

1. Sì, intestato solo a me
2. Sì, cointestato
3. No, nessun conto → CHIUDERE

A tutti – ruotare

S7. Quali di questi investimenti hai sottoscritto attualmente, quali conosci e quali non conosci?

		Ho sottoscritto attualmente	Conosco, ma non ho attualmente	Non conosco
S7.1	Polizze vita di risparmio / investimento / previdenza	1	2	3
S7.2	Titoli di Stato	1	2	3
S7.3	Obbligazioni societarie	1	2	3
S7.4	Azioni	1	2	3
S7.5	Fondi di investimento/ETF	1	2	3
S7.6	Conto di deposito	1	2	3

SE NON POSSIEDE NESSUN INVESTIMENTO IN S7, 1-6 nessuna risposta 1→ CHIUDERE

A tutti – singola

MOSTRARE FASCE IN BASE A RISPOSTA DI S5 in matrice il punto di partenza della scala

S5	FASCIA DI PARTENZA DI Q4 (es. se in S5 cod. 3, iniziare a mostrare da cod.3, punto di partenza di S5, cod. 6 o 7 è lo stesso)
1. Fino a 49.000 Euro	1. Da 50.000 a 74.000 Euro
2. Da 50.000 a 74.000 Euro	2. Da 75.000 a 99.000 Euro
3. Da 75.000 a 99.000 Euro	3. Da 100.000 a 199.000 Euro
4. Da 100.000 a 199.000 Euro	4. Da 200.000 a 349.000 Euro
5. Da 200.000 a 349.000 Euro	5. Da 350.000 a 499.000 Euro
6. Da 350.000 a 499.000 Euro	6. Da 500.000 a 999.000 Euro
7. Oltre 500.000 Euro	6. Da 500.000 a 999.000 Euro

Q4. Qual è la tua consistenza patrimoniale totale considerando sia la liquidità, sia gli investimenti finanziari sia il possesso di immobili (edifici e terreni)?

1. Da 50.000 a 74.000 Euro
2. Da 75.000 a 99.000 Euro
3. Da 100.000 a 199.000 Euro
4. Da 200.000 a 349.000 Euro
5. Da 350.000 a 499.000 Euro
6. Da 500.000 a 999.000 Euro
7. Da 1,0 milione a 1,4 milioni di Euro
8. Da 1,5 milioni a 1,9 milioni di Euro
9. Da 2,0 milioni a 2,4 milioni di Euro
10. 2,5 milioni di Euro o più
- 11.

A tutti – singola

Q1. Indica il numero di familiari a tuo carico:

1. Nessuna persona
2. 1 persona
3. Da 2 a 3 persone
4. Più di 3 persone

A tutti – ruotare item

Q8. Indica su una scala da 1 a 7, dove 1 indica "pochissimo" e 7 "moltissimo", quale sia il grado di fiducia che riponi nelle seguenti categorie.

		1	2	3	4	5	6	7	Non so
Q8.1	Famiglia/amici	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Q8.2	Persone che incontri per la prima volta	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Q8.3	Mondo della politica	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Q8.4	Mondo bancario e finanziario	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Q8.5	Mondo dei professionisti (avvocati, commercialisti e altri)	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Q8.6	Mondo dell'università e della ricerca scientifica	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐

A tutti – ruotare cod. 1-4, multipla tranne che per item 5 nessuna di queste

Q9. Indica, dalla lista seguente, tutte le attività che hai svolto almeno una volta negli ultimi 12 mesi (sono possibili più risposte)

1. Donazione di sangue
2. Donazione in denaro ad un'associazione di volontariato con fini sociali
3. Donazione in denaro ad un'associazione di volontariato con fini ambientali
4. Partecipazione ad un'iniziativa di volontariato
5. Nessuna di queste

Ai NUOVI, ruotare item

Q11. Indica con un valore da 1 a 4, dove 1 indica che è completamente vero e 4 che è completamente falso, quanto le seguenti affermazioni ti descrivono?

		1	2	3	4
Q11.1	Anche se faccio un piano per le mie spese, è difficile rispettarlo in caso di spese impreviste	☐	☐	☐	☐
Q11.2	È difficile fare progressi per raggiungere i miei obiettivi economici	☐	☐	☐	☐
Q11.3	In caso di spese impreviste devo ricorrere ad un prestito	☐	☐	☐	☐
Q11.4	Di fronte ad una sfida di natura finanziaria, ho delle difficoltà a trovare una soluzione	☐	☐	☐	☐
Q11.5	Non ho molta fiducia nelle mie capacità di gestire le mie finanze	☐	☐	☐	☐
Q11.6	Temo che non avrò abbastanza soldi quando sarò in pensione	☐	☐	☐	☐

A tutti

N1. Su una scala da 1 a 7, dove 1 indica che non ti descrive per niente e 7 che ti descrive del tutto, quanto ti descrive la seguente frase: **“Indipendentemente da quello che faccio, ho sempre le aspettative più alte nei miei confronti. La seconda scelta non è abbastanza per me”**.

1	2	3	4	5	6	7
---	---	---	---	---	---	---

A tutti

N2. Come descriveresti la tua disponibilità a sopportare il rischio? Indicalo con un voto da 1 a 10 dove 1 indica totalmente avverso al rischio e 10 che non hai nessun timore a rischiare.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
---	---	---	---	---	---	---	---	---	----

A tutti , risposta singola

Q16. PARLIAMO IN PARTICOLARE DI RISCHI FINANZIARI. La tua disponibilità a sostenere rischi finanziari è...

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

A tutti - ruotare item

N3(9). Parliamo di **rendimento di un titolo azionario**. Secondo te...

		Certamente sì	Probabilmente sì	Forse	Probabilmente no	Certamente no
N3.1	...il rendimento annuo si può conoscere in anticipo se si hanno abbastanza informazioni	5	4	3	2	1
N3.2	...il rendimento annuo è qualcosa che diventa più prevedibile man mano che si acquisiscono più competenze e conoscenze	5	4	3	2	1
N3.3	... il rendimento annuo viene previsto in modo molto simile da tutte le persone ben informate	5	4	3	2	1
N3.4	... il rendimento annuo è determinato da fattori casuali	5	4	3	2	1
N3.5	... il rendimento annuo potrebbe essere molto diverso anche in situazioni simili	5	4	3	2	1
N3.6	... il rendimento annuo è sempre influenzato da un elemento di casualità	5	4	3	2	1

A tutti- singola

N4. Quale delle seguenti affermazioni descrive meglio il tuo approccio nel decidere come investire i tuoi risparmi?

1. Decido **completamente da solo** e investo senza il supporto di un consulente
2. Decido **completamente** da solo e il consulente esegue semplicemente le mie decisioni
3. Comunico al consulente le mie intenzioni e chiedo il suo parere prima di decidere
4. Valuto le proposte del consulente prima di prendere una decisione
5. Mi affido principalmente al consulente per le mie decisioni di investimento
6. Lascio che sia il consulente a decidere tutto per me

SUCCESSIVAMENTE CREARE VARIABILE REFERENTE/CONSULENTE : NO
REFERENTE (COD 1 IN N4) E SÌ REFERENTE (cod 2-6 in N4)

A tutti – singola – ruotare item 1 e 2

N5. Prevalentemente, nel tuo attuale portafoglio investimenti sono presenti...

1. Prevalentemente investimenti **azionari**
2. Prevalentemente investimenti **obbligazionari**
3. Prevalentemente **altri strumenti** di investimento
4. Ho un portafoglio **ben bilanciato**
5. Non lo so/ Non conosco la proporzione

A tutti

N6. Il **totale della liquidità**, che hai sui conti correnti rispetto alla parte di denaro che hai investito in prodotti finanziari, è:

1. Maggiore al valore del totale investimenti
2. Circa pari al valore del totale investimenti
3. Circa la metà del totale investimenti
4. Marginale rispetto al valore del totale investimenti
5. Non lo so

Ai NUOVI Ora ti faremo tre brevi domande riguardo ad alcuni concetti utili per la gestione del proprio denaro. Rispondi in modo spontaneo, verranno utilizzate solo a fini statistici per conoscerti meglio!

Ai NUOVI, risposta singola

Q18. Supponi di avere €100 in un conto bancario e che il tasso di interesse sia pari al 2%. Se non tocchi il denaro per 5 anni, lasciandolo crescere senza mai prelevare nulla, quanto pensi che troverai nel conto?

1. Più di €102
2. Esattamente €102
3. Meno di €102
4. Non lo so

Ai NUOVI, risposta singola

Q19. 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?

1. Più di oggi
2. Esattamente quanto oggi
3. Meno di oggi
4. Non lo so

Ai NUOVI, risposta singola

Q20. Supponi che un tuo amico erediti oggi €10.000 e che un suo fratello ne erediti altrettanti (€10.000) solo a 3 anni da oggi. Chi dei due è più ricco dopo quest'eredità?

1. Il mio amico
2. Suo fratello
3. Sono ugualmente ricchi
4. Non lo so

A tutti, ruotare 1-6, risposta multipla

Q21. Quali fonti utilizzi per informarti sul mondo degli investimenti? Sono possibili più risposte

1. Amici/Famiglia
2. Colleghi
3. Consulente finanziario/ Referente
4. Siti internet istituzionali (banca, Consob, ecc)
5. Riviste/siti internet specializzati
6. Social media
7. Altro (specificare) _____

A tutti

N7. Negli ultimi 12 mesi, i rendimenti del tuo portafoglio sono stati...

1. Sotto le mie aspettative
2. Soddisfacenti
3. Al di sopra delle mie aspettative

A tutti

N8. Nella tua esperienza come investitore, gli eventi negativi (e.g. perdite di valore del tuo portafoglio inaspettate) rispetto a quelli positivi sono stati...

1. Eventi negativi più frequenti
2. Ugualmente frequenti
3. Eventi negativi meno frequenti

A tutti, ruotare item

Q30. In una scala da 1 a 7, dove 1 indica che non sei affatto d'accordo e 7 che sei completamente d'accordo, valuta quanto ciascuno dei seguenti elementi influisca sulla tua decisione di investire in un prodotto finanziario.

		1	2	3	4	5	6	7	Non vi ho mai pensato
Q30.1	L'entità che emette tale prodotto dimostra di avere un impatto positivo su ambiente e/o società	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Q30.2	L'entità che emette tale prodotto non opera in settori altamente inquinanti o in settori controversi	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Q30.3	L'entità che emette tale prodotto investe a favore della propria transizione energetica	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Q30.4	L'entità che emette tale prodotto è espressione di valori etici/ambientali che condivido	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Q30.5	L'entità che emette tale prodotto ha dimostrato di generare rendimenti finanziari in linea con il mio profilo di rischio	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐

SE HA UN CONSULENTE/referente bancario cod 2-6 in N4, variabile ricodificata o se cod 3 in Q21

N9. Il tuo consulente/referente per gli investimenti attuale (~~negli ultimi 12 mesi~~) è:

1. Uomo
2. Donna
- ~~3. Altro~~
- ~~4. Non lo so~~

SE HA UN CONSULENTE/referente bancario cod 2-6 in N4, variabile ricodificata o se cod 3 in Q21

N10A. Prima di questo consulente/referente per gli investimenti hai avuto altri consulenti?

1. Sì
2. No

SE NON HA UN CONSULENTE/referente bancario cod 1 in N4 and not cod 3 in Q21

N10B. Hai mai avuto un consulente/referente per gli investimenti in passato?

1. Sì
2. No

Se cod. 1 in N10A

N11. Pensa all'ultima volta che hai cambiato consulente/referente, perché hai cambiato? *Sono possibili più risposte*

1. Divergenze personali
2. Divergenze sulle strategie di investimento
3. Rendimenti al di sotto delle aspettative
4. È stata una decisione del consulente/della banca
5. Il mio consulente ha cambiato banca/rete e io non l'ho seguito
6. Perché ho cambiato banca/rete
7. Altri motivi, specificare _____

Se cod. 1 in N10A o N10B - singola

N12. Di che genere era il tuo consulente/referente per gli investimenti precedente?

1. Uomo
2. Donna
- ~~3. Altro~~
- ~~4. Non lo so~~

A tutti - singola

N13. Potendo scegliere, preferiresti un consulente/referente per gli investimenti ...

1. Uomo
2. Donna
3. Non ho preferenze
4. Preferisco non rispondere

SE HA UN CONSULENTE/referente bancario cod 2-6 in N4, variabile ricodificata o se cod 3 in Q21

Q54. Quanto frequentemente interagisci con il tuo consulente finanziario, sia su tua che su sua iniziativa, tramite mail, telefono o di persona?

1. Almeno una volta al mese
2. Almeno una volta a trimestre
3. Almeno una volta l'anno
4. Meno di una volta l'anno

SE HA UN CONSULENTE/referente bancario cod 2-6 in N4, variabile ricodificata o se cod 3 in Q21

Q55. Indica in una scala da 1 a 7 quando sei d'accordo con le seguenti affermazioni riguardo al tuo consulente:

		1	2	3	4	5	6	7
Q55.1	Parlo solo di investimenti finanziari con il mio consulente	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Q55.2	Le mie conoscenze sugli investimenti finanziari sono migliorate da quando ho un consulente	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Q55.3	Il mio consulente c'è per me quando ne ho bisogno	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Q55.4	Mi fido delle raccomandazioni del mio consulente	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐

SE HA UN CONSULENTE/referente bancario cod 2-6 in N4, variabile ricodificata o se cod 3 in Q21

OR N10B COD 1 (ha avuto in passato un referente)

N14. Quando è stata l'ultima volta che hai consultato un consulente per prendere e realizzare una decisione sull'allocazione dei tuoi investimenti?

1. Negli ultimi 12 mesi
2. Negli ultimi 5 anni
3. Più di 5 anni fa
4. Non ho mai consultato un consulente per l'allocazione dei miei investimenti

A tutti – singola

N15. Quando devi prendere decisioni di investimento, con chi ti consulti più spesso?

1. Principalmente con uomini (es. amici, familiari di sesso maschile)
2. Principalmente con donne (es. amiche, familiari di sesso femminile)
3. In modo bilanciato, sia con uomini che con donne

Se ha un consulente/referente bancario cod 2-6 in N4, o se cod 3 in Q21

4. Non mi consulto con nessuno per le mie decisioni di investimento, a parte il mio consulente finanziario

A tutti - ruotare

Q24. Indica in una scala da 1 a 7 dove 1 indica pochissimo e 7 moltissimo quanto ti riconosci nei seguenti comportamenti.

		1	2	3	4	5	6	7
Q24.1	Tendo ad organizzare la mia ricchezza finanziaria per funzione (es. investo per i figli o per la pensione)							
Q24.2	Un'eventuale decisione di acquistare una casa o dell'oro non influenza i miei investimenti finanziari							
Q24.3	Tendo a confrontare il prezzo di acquisto di un prodotto finanziario con il prezzo massimo e minimo che ha avuto nell'ultimo anno							
Q24.4	Quando decido di vendere un prodotto finanziario, ho in mente il prezzo a cui lo avevo acquistato							
Q24.5	Quando devo acquistare un prodotto finanziario considero attentamente la sua performance passata perché credo sia più facile che una buona performance continui							

		1	2	3	4	5	6	7
Q24.6	Cerco di evitare di investire in società che hanno una performance storica di utili negativa	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Q24.7	Mi considero un investitore esperto	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Q24.8	Mi sento più sicuro delle mie opinioni che di quelle degli analisti finanziari	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Q24.9	Prima di acquistare o vendere un prodotto finanziario tendo raramente a consultare altri	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Q24.10	Le decisioni di vendita o acquisto di prodotti finanziari di altri investitori tendono ad influenzarmi	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Q24.11	Mi dispiace di più aver detenuto per troppo tempo un prodotto in perdita che aver venduto troppo presto uno che stava guadagnando	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐

A tutti – accettare valori da 0% a 100%

Q26. Ipotizza che negli ultimi mesi un prodotto finanziario che hai acquistato ha perso il 10% del valore. Si tratta di un fondo di investimento con un profilo di rischio coerente con le tue caratteristiche. Con quale probabilità pensi di venderlo nel prossimo mese?

Indicare la probabilità con una percentuale di probabilità (se non intendi vendere indica 0%).

INSERISCI PERCENTUALE DI
PROBABILITÀ

--	--	--

%

A tutti – accettare valori da 0% a 100%

Q27. Ipotizza ora che negli ultimi mesi un tuo prodotto finanziario che hai acquistato ha guadagnato il 10% del valore. Si tratta di un fondo di investimento con un profilo di rischio coerente con le tue caratteristiche. Con quale probabilità pensi di venderlo nel prossimo mese?

Indicare la probabilità con una percentuale di probabilità (se non intendi vendere indica 0%).

INSERISCI PERCENTUALE DI
PROBABILITÀ

--	--	--

%

A tutti – accettare valori da 1% a 100%

Q28. Immagina di detenere solo due prodotti finanziari: il prodotto A e il prodotto B. Se il prodotto A perde il 10% del suo valore, di quanto deve aumentare (in percentuale) il prodotto B per compensare la perdita in valore del prodotto A?

INSERISCI PERCENTUALE DI COMPENSAZIONE

--	--	--

%

A tutti – multipla, cod 15 e 16 singoli – e ruotare codici da 1 a 14

N16. Quali dei seguenti eventi ti sono accaduti negli ultimi 12 mesi?

1. Mi sono sposato
2. Ho ricevuto un'eredità
3. Trasferimento di residenza/domicilio
4. Nascita del mio primo figlio
5. Nascita del mio primo nipote
6. Perdita del lavoro
7. Progressione in carriera
8. Subito un furto (scippo, furto in casa, etc.)
9. Divorzio/ Separazione
10. Perdita di un familiare stretto
11. Pensionamento
12. Malattia grave che riguarda direttamente me o un familiare/parente stretto
13. Incidente grave che riguarda direttamente me o un familiare/parente stretto
14. Danno economico rilevante dovuto ad eventi climatici estremi
15. Nessuno di questi
16. Preferisco non rispondere

DEF: Troverai di seguito alcune domande relative ai prodotti di **investimento sostenibile**. Nel contesto di questo questionario considera che un investimento sostenibile è un investimento che mira a **ottenere un rendimento economico**

rispettando criteri ambientali, sociali e di governance (ESG). Significa scegliere aziende o progetti che riducono l'impatto ambientale, promuovono il benessere sociale e operano in modo responsabile e trasparente.

Da questo punto in poi vorremmo che questo questionario fosse sottoposto mostrando ai partecipanti UNO SOLO dei quattro prompt che sono indicati sotto con i codici CT. Quindi il questionario avrebbe 4 legs.

(CT1) Una delle principali Banche mondiali ha rilevato che normalmente i fondi sostenibili tendono a ottenere performance leggermente migliori rispetto a quelli che non adottano criteri di sostenibilità. Tuttavia, possono esserci importanti eccezioni, come nel 2022, quando i fondi sostenibili hanno registrato risultati inferiori rispetto ai fondi tradizionali.

(CT2) Una delle principali Banche mondiali ha evidenziato che nei primi 9 mesi del 2024 i fondi sostenibili climatici globali hanno registrato prelievi netti per quasi 24 miliardi di dollari, in contrasto con i depositi netti di 40 miliardi di dollari dello stesso periodo del 2023. Questo cambiamento è stato attribuito alla scarsa performance delle azioni delle energie rinnovabili, alle preoccupazioni sul greenwashing, al sentimento anti-sostenibilità e ai tassi di interesse elevati che hanno influenzato le aziende orientate alle energie rinnovabili.

(CT3) Gli investimenti sostenibili sono essenziali per un futuro equo e vivibile. Secondo i Principi per l'Investimento Responsabile dell'ONU e il Green Deal Europeo, il settore finanziario può indirizzare risorse verso aziende responsabili dal punto di vista ambientale, sociale e di governance. Ignorare questi criteri significa favorire modelli economici insostenibili, con gravi rischi per il clima, l'aggravamento delle disuguaglianze sociali e l'instabilità economia globale per le generazioni future.

(CT4) Nessun scenario

A chi vede CT1- CT2 – CT3 – non ruotare

N17. Su una scala da 1 a 7 dove 1 indica pochissimo e 7 moltissimo la notizia che hai letto...

		1	2	3	4	5	6	7
N17.1	Mi sorprende	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
N17.2	Mi trova d'accordo	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐

Ogni volta che esce la parola ‘Investimenti sostenibili’ aggiungere un pop up con la definizione precedente (DEF)

A tutti - singola

Q29A. Indica in una scala da 1 a 7, dove 1 indica "per niente" e 7 indica "moltissimo" il tuo **livello di conoscenza** degli investimenti sostenibili (pop up def)

1	2	3	4	5	6	7	Non ne ho mai sentito parlare
☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐

A tutti

Q31. In una scala da 1 a 7, dove 1 indica pochissimo e 7 moltissimo, indica il tuo **livello di interesse** nei confronti degli investimenti sostenibili (pop up def)

1	2	3	4	5	6	7
☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐

A tutti – singola

Q36. Continuiamo a parlare di investimenti sostenibili (pop up def), ovvero prodotti di investimento che rispettano criteri di sviluppo sostenibile e responsabile per la selezione dei mercati e delle realtà su cui investono. Attualmente fra i tuoi investimenti sono presenti prodotti sostenibili?

1. Sì, ho attualmente prodotti sostenibili
2. No, ma li ho avuti in passato
3. No, non li ho mai avuti
4. Non saprei

Se cod 1-2-3 in Q36 – singola

MOSTRARE FASCE IN BASE A RISPOSTA IN Q36

Q36	
1. Sì, ho attualmente prodotti sostenibili	sottoscrivere prodotti sostenibili
2. No, ma li ho avuti in passato	sottoscrivere in passato prodotti sostenibili
3. No, non li ho mai avuti	non sottoscrivere prodotti sostenibili

N18. La tua scelta attuale di [da q36 riverbalizzata] è stata influenzata dal tuo consulente/ referente per gli investimenti?

1. sì, decisamente
2. sì, ma solo in parte
3. no, è stata una mia idea
4. non ho mai discusso prodotti sostenibili con il mio consulente
5. non mi ricordo

Se ha attualmente prodotti sostenibili, in Q36 cod. 1, risposta singola

Q39. Nei prossimi due anni pensi di modificare la percentuale dei tuoi investimenti che è attualmente dedicata agli investimenti sostenibili? (pop up def)

1. Sì, penso che la aumenterò
2. Sì, penso che la diminuirò
3. No
4. Non ne sono sicuro

A tutti, ruotare item

Q32. Indica quanto sei d'accordo con le seguenti affermazioni, utilizzando una scala da 1 a 7, dove 1 significa che non sei affatto d'accordo e 7 significa che sei completamente d'accordo.

Rispetto a prodotti di investimento NON sostenibili, gli investimenti SOSTENIBILI hanno...

		1	2	3	4	5	6	7	Non so
Q32.1	...rendimenti simili	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Q32.2	...più o meno la stessa varietà di offerta	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Q32.3	...costi simili	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Q32.4	...livelli di rischio simili	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐

N32bis. Rispetto ai prodotti NON sostenibili, gli investimenti SOSTENIBILI hanno...

		Minori	Simili	Maggiori	Non so
Q32.1	..rendimenti				
Q32.2	..una varietà di offerta				
Q32.3	..costi				
Q32.4	..livelli di rischio				

A tutti, multipla da cod 1 a 6 e ruotare item, cod 7 e 8 singoli e sempre per ultimi

Q33B. Rispetto ad altre opzioni di investimento, potresti essere interessato ad un **investimento sostenibile** (pop up def)... (sono possibili più risposte)

1. Solo se avessi informazioni più chiare/utili
2. Solo se fossi nelle condizioni economiche di investire a lungo termine
3. Solo se l'offerta di investimenti fosse più ampia
4. Solo se ci fossero prodotti sostenibili più vicini ai miei valori
5. Solo se ci fossero prodotti sostenibili adatti alle mie aspettative in termini di impatto
6. Solo se fossi capace di misurare l'impatto su ambiente e società di tali investimenti
7. Non mi interessano gli investimenti sostenibili
8. Non saprei

Chi conosce cod 1-7 in Q29A - risposta multipla, singola su cod.8 sempre in fondo

Q45. Quali fonti utilizzi per informarti sul mondo degli **investimenti sostenibili**(pop up def) ?

Sono possibili più risposte

1. Amici/Famiglia
2. Colleghi
3. Consulente finanziario/ Referente
4. Siti internet istituzionali (banca, Consob, ecc)
5. Riviste/siti internet specializzati
6. Social media
7. Altro (specificare) _____
8. Non mi informo

A tutti

Q34. Secondo l'Unione Europea, la finanza sostenibile gioca un ruolo fondamentale per raggiungere gli obiettivi del Green Deal Europeo, tra cui la decarbonizzazione completa (ovvero il raggiungimento di zero emissioni nette) del continente Europeo entro il 2050. Su una scala da 1 a 7, dove 1 indica "per niente" e 7 indica "moltissimo", quanto condividi questi obiettivi?

1	2	3	4	5	6	7	Non li conosco
☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐

A tutti

Q35. Sempre rispetto al ruolo che la finanza sostenibile gioca per raggiungere gli obiettivi del Green Deal Europeo, su una scala da 1 a 7, dove 1 significa "per niente" e 7 "moltissimo", indica quanto ti sembrano adeguati gli strumenti attuali della finanza sostenibile per raggiungere questi obiettivi.

1	2	3	4	5	6	7	Non li conosco
☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐

A tutti, risposta singola

Q42. Esistono delle certificazioni che garantiscono che un fondo di investimento sia effettivamente sostenibile?

1. Sì
2. No
3. Non lo so

A tutti, risposta singola

Q43. Durante la crisi del 2020, rispetto ai fondi di investimento non sostenibili, i fondi di investimento sostenibili hanno:

1. Sottoperformato
2. Sovraperformato
3. Avuto rendimenti simili ai fondi tradizionali
4. Non lo so