



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea
magistrale
in
Economia e Finanza

Tesi di Laurea

Anomalie comportamentali e consulenza in materia di investimenti:

Il contributo della finanza comportamentale
nella rilevazione della tolleranza al rischio
degli investitori.

Relatrice

Ch.ma Prof.ssa Caterina Cruciani

Laureanda

Alice Carraro

Matricola 879445

Anno Accademico

2023 / 2024

«You are – face it – a bunch of emotions, prejudices, and twitches, and this is all very well as long as you know it. Successful speculators do not necessarily have a complete portrait of themselves, warts and all, in their own minds, but they do have the ability to stop abruptly when their own intuition and what is happening out there are suddenly out of kilter.

...

If you don't know who you are, this is an expensive place to find out. »

Adam Smith, The Money Game

Ringraziamenti

La stesura di questo elaborato non sarebbe stata possibile senza il profondo e continuo supporto che ho ricevuto da alcune persone del corso di questi cinque anni accademici e, in generale, nel corso della mia vita. Un doveroso ringraziamento va ai miei genitori, i quali mi hanno permesso di intraprendere questo percorso, sostenendomi emotivamente ed economicamente. Ringrazio Carlo, per aver sempre creduto in me e per essere sempre stato al mio fianco, a supportarmi e sopportarmi. Ringrazio tutti i miei familiari, gli amici e le persone che ho avuto il piacere di incontrare durante questo percorso, che nel complesso hanno contribuito a farmi diventare la persona che sono oggi.

Infine, un particolare ringraziamento va alla professoressa Caterina Cruciani, per avermi assistito con disponibilità ed entusiasmo nella stesura di questo elaborato, ma anche al consulente finanziario Andrea Rossi e ai suoi colleghi, i quali hanno reso possibile la realizzazione della parte empirica di questo scritto.

Indice

Introduzione	1
1. Finanza comportamentale: euristiche, <i>bias</i> e misure correttive	4
1.1 Il declino di <i>homo oeconomicus</i> e l'avvento della finanza comportamentale.....	5
1.1.1 Cenni alla Teoria dell'Utilità Attesa e criticità.....	9
1.1.2 La Teoria del Prospetto.....	13
1.2 Euristiche	18
1.2.1 Euristica della disponibilità	19
1.2.2 Euristica della rappresentatività	20
1.2.3 Euristica dell'ancoraggio.....	23
1.2.4 Euristica dell'affetto	24
1.3 Errori cognitivi ed emotivi nelle scelte di investimento.....	25
1.3.1 <i>Overconfidence</i> e ottimismo eccessivo.....	26
1.3.2 <i>Disposition effect</i>	28
1.3.3 <i>Equity home bias</i>	30
1.3.4 <i>Regret aversion bias</i>	31
1.3.5 Altri <i>bias</i> rilevanti nelle scelte di investimento	33
1.4 Misure volte a mitigare l'impatto degli errori comportamentali.....	38
1.4.1 Educazione finanziaria.....	39
1.4.2 Trasparenza informativa.....	42
1.4.3 Consulenza finanziaria.....	43
Capitolo 2. La consulenza in materia di investimenti.....	45
2.1 <i>Excursus</i> normativo: dalla legge n.1 del 1991 ad oggi	47
2.1.1 L'introduzione della direttiva MiFID I	49
2.1.2 Il contesto normativo alla luce della direttiva MiFID II.....	52
2.2 Tipologie di consulenti finanziari	55
2.2.1 Consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede	56
2.2.2 Consulenti finanziari autonomi e società di consulenza finanziaria (SCF)	58
2.2.3 Consulenza finanziaria ibrida.....	61
2.2.4 Incentivi e conflitti d'interesse	62
2.3 Ruoli e funzioni del consulente finanziario.....	65

2.3.1 L'effetto della consulenza finanziaria sulle <i>performance</i> di portafoglio.....	66
2.3.2 Oltre le <i>performance</i> finanziarie: altre funzioni riscontrate.....	67
2.3.2.1 Il ruolo educativo del consulente finanziario	68
2.3.2.2 Gestione dei <i>bias</i> comportamentali	72
2.3.2.3 Il ruolo della fiducia nella relazione cliente-consulente.....	74
2.4 Un approccio comportamentale alla consulenza in materia di investimenti	78
3. La profilatura della clientela da una prospettiva comportamentale	84
3.1 La profilatura della clientela tramite i questionari di adeguatezza MiFID	85
3.1.1 Le novità apportate dalla direttiva MiFID II e dalle linee guida ESMA 2018.....	89
3.2 Il concetto multidimensionale di tolleranza al rischio	92
3.3 Gli elementi che influenzano la tolleranza al rischio	99
3.3.1 Fattori sociodemografici ed economici.....	99
3.3.2 Anomalie comportamentali	102
3.3.3 Personalità degli investitori.....	106
3.4 Le modalità di rilevazione della tolleranza al rischio	111
3.4.1 La scala di Grable e Lytton.....	112
3.5 I limiti della profilatura tramite questionari MiFID	114
4. Un'analisi empirica degli elementi che influiscono sulla tolleranza al rischio	120
4.1 Struttura e contenuti del questionario	121
4.2 Statistiche descrittive del campione analizzato	124
4.3 Analisi sull'auto-valutazione della tolleranza al rischio	131
4.4 Relazione tra tolleranza al rischio ed altri elementi	140
4.4.1 Fattori sociodemografici ed economici.....	140
4.4.2 Alfabetizzazione finanziaria.....	146
4.4.3 Anomalie comportamentali	150
4.4.4 Tratti di personalità	160
4.4.5 Modello di regressione lineare	164
Conclusioni.....	172
Bibliografia.....	176
Appendice A: Questionario rivolto ai clienti.....	183

Introduzione

Le teorie di finanza classica elaborate nella seconda metà del secolo scorso – come la teoria dell'utilità attesa e la teoria dei mercati efficienti – poggiano le proprie fondamenta sull'assunto che gli individui siano pienamente razionali. Essi vengono assimilati a degli *homo oeconomicus*, in grado di raccogliere ed elaborare informazioni in modo completo e razionale. Parallelamente, diversi studiosi hanno messo in dubbio questo paradigma teorico ed hanno evidenziato l'importante ruolo rivestito dalla psicologia e dalla sociologia nei processi decisionali attuati dagli individui, dando origine alla cosiddetta finanza comportamentale. Nel complesso, gli studi comportamentali hanno riscontrato che gli individui sono dotati di razionalità limitata e le loro scelte vengono guidate da alcune strategie operative, dette euristiche, che semplificano i processi di scelta e originano il verificarsi di anomalie comportamentali, di tipo cognitivo ed emotivo. Queste anomalie causano notevoli effetti negativi sulle decisioni finanziarie degli investitori, i quali, ad esempio, sovrastimano le proprie competenze, non diversificano adeguatamente i loro investimenti, hanno un eccessivo attaccamento affettivo agli strumenti finanziari detenuti, valutano distintamente le perdite e i guadagni. In questo contesto, la figura professionale del consulente finanziario – grazie alle proprie competenze, esperienze e doti relazionali – può porsi come filtro tra l'investitore e i mercati finanziari, mitigando l'impatto delle anomalie comportamentali nelle decisioni finanziarie attuate dagli individui, tramite l'impiego di un efficace processo operativo che tenga opportunamente conto della componente psicologica degli investitori. Questa figura professionale è in grado di apportare diversi altri benefici agli investitori, tra cui educazione finanziaria e supporto emotivo; resta invece dubbia la capacità di ottenere migliori *performance* finanziarie. Per offrire un servizio di consulenza di qualità, il consulente finanziario deve compiere un adeguato processo di profilatura della propria clientela, che sia in grado di rilevare non solo le caratteristiche oggettive dell'individuo ma soprattutto i tratti psicologici dello stesso e le anomalie

comportamentali che lo caratterizzano; così da individuare la vera tolleranza al rischio di ciascun investitore. Come conseguenza, il consulente può entrare in piena sintonia con il cliente, i suoi tratti cognitivi e la sua emotività, costruendo un solido rapporto di fiducia con esso e migliorando la qualità del servizio di consulenza offerto. La normativa vigente in tema di profilatura della clientela richiede ai soggetti che prestano il servizio di consulenza in materia di investimenti di raccogliere – preliminarmente alla prestazione della raccomandazione – molteplici informazioni del cliente al fine di individuare il suo profilo e la sua tolleranza al rischio. Questo procedimento non tiene però adeguatamente in considerazione della componente psicologica e comportamentale degli individui. Pertanto, il consulente finanziario dovrebbe andare oltre il mero obbligo normativo e rilevare altri elementi utili a identificare la tolleranza al rischio dei propri clienti, così da elaborare una pianificazione finanziaria coerente con le loro caratteristiche e peculiarità.

Nel primo capitolo di questo elaborato verrà offerta una panoramica circa l'evoluzione della finanza comportamentale a livello microeconomico. Partendo dal paradigma finanziario classico e dalla teoria dell'utilità attesa, verrà poi introdotto il tema della finanza comportamentale e della teoria del prospetto. Successivamente, verranno presentate le strategie operative impiegate dalla mente umana al fine di raccogliere ed elaborare le informazioni, ossia le euristiche, che sono: disponibilità, rappresentatività, ancoraggio e affetto. Di seguito, verranno illustrate alcune delle principali anomalie comportamentali che emergono dall'impiego delle euristiche. Tali anomalie possono avere origine cognitiva oppure emotiva e conducono gli individui a compiere scelte finanziarie non ottimali. Per concludere, verranno presentate alcune strategie che possono essere impiegate – singolarmente oppure congiuntamente – al fine di ridurre l'impatto dei *bias* comportamentali: una maggiore trasparenza informativa, dei programmi di educazione finanziaria e il supporto di un consulente finanziario.

Nel secondo capitolo di questo elaborato verrà approfondita nel dettaglio la figura professionale del consulente finanziario, la sua evoluzione normativa, i contributi che

essa apporta nelle decisioni finanziarie degli individui e il ruolo svolto dalla fiducia. Inoltre, verrà presentato un approccio comportamentale alla prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, il quale può essere impiegato da questa figura professionale al fine di integrare nella propria attività le evidenze riscontrate dalla finanza comportamentale e migliorare la qualità del servizio prestato ai propri clienti.

Il terzo capitolo fornirà un'analisi del processo di profilatura della clientela da un punto di vista comportamentale. Dopo aver presentato l'assetto normativo vigente in tema di valutazione di adeguatezza, verrà esaminato il concetto di tolleranza al rischio e i fattori ritenuti rilevanti per la sua individuazione secondo la letteratura economica. Tra questi, svolgono un ruolo importante le anomalie comportamentali manifestate dagli individui nonché i loro tratti della personalità. Successivamente, verranno menzionate alcune delle principali modalità impiegate per la rilevazione della tolleranza al rischio. Infine, verranno esposti i limiti normativi della profilatura della clientela e della rilevazione della tolleranza al rischio, soprattutto per ciò che concerne gli aspetti psicologici e comportamentali.

Per concludere, nel quarto capitolo di questo elaborato verrà presentata un'analisi empirica volta a rilevare l'impatto di alcuni elementi nella tolleranza al rischio degli individui - tra cui i *bias* comportamentali e i tratti della personalità - solitamente trascurati in fase di profilatura della clientela.

1. Finanza comportamentale: euristiche, *bias* e misure correttive

Il paradigma finanziario classico si basa sull'assunto che gli individui raccolgono ed elaborano le informazioni in modo razionale. Su tale perno si fondano molteplici teorie economiche, dalla Teoria dell'Utilità Attesa (Von Neumann e Morgenstern, 1954) alla Teoria dei Mercati Efficienti (Fama, 1970). Queste teorie hanno avuto una notevole diffusione nella seconda metà del 1900 e sono state impiegate sia come teorie normative che descrittive. Però, verso la fine degli anni '70, diversi studiosi hanno messo in dubbio la capacità di queste teorie di rappresentare correttamente i comportamenti umani. Tali studiosi ritenevano necessario dover considerare anche la psicologia umana all'interno dei processi decisionali degli individui. Questa nuova corrente di studi prese il nome di "finanza comportamentale" e ad oggi il suo contributo nel mondo economico-finanziario è ampiamente riconosciuto. Nello specifico, tali studi hanno evidenziato come le decisioni assunte dagli individui sono influenzate da filtri cognitivi ed errori di comportamento che li conducono a compiere scelte sub-ottimali. Ciò evidenzia che gli individui non sono pienamente razionali, ma piuttosto sono dotati di "razionalità limitata" (Simon, 1955).

La razionalità limitata degli individui ha forti ripercussioni nelle scelte da essi compiute, e tra queste si annoverano le decisioni in materia di investimenti. Diversi studi empirici hanno infatti dimostrato che le persone effettuano delle scelte di investimento sistematicamente in contrasto con quanto teorizzato dalla finanza classica e non coerenti con l'ipotesi di razionalità. Ad esempio, gli investitori detengono portafogli poco diversificati, con forte concentrazione di titoli del proprio Paese di origine, tendono a detenere troppo a lungo titoli in perdita e si lasciano influenzare dalle emozioni piuttosto che dai dati oggettivi. Queste circostanze mettono in luce l'incapacità degli individui a compiere scelte razionali e l'importanza di mettere in atto delle misure in grado di assistere gli investitori nelle loro scelte di

investimento, al fine di poter raggiungere i propri obiettivi finanziari con consapevolezza e serenità.

Nel primo paragrafo di questo primo capitolo verrà fatto un breve *excursus* circa la nascita e i contributi apportati dalla finanza comportamentale nello studio dei processi di scelta degli individui. In aggiunta, verranno brevemente presentate la Teoria dell'Utilità Attesa e la Teoria del Prospetto. Nel secondo paragrafo verranno presentate le euristiche introdotte da Kahneman e Tversky (1974) e Slovic (2002): disponibilità, rappresentatività, ancoraggio e affetto. Esse sono dei filtri cognitivi impiegati dalla mente umana al fine di semplificare problemi complessi che conducono ad anomalie comportamentali, chiamate *bias*. Alcuni di questi *bias* rilevanti nelle scelte di investimento saranno presentati nel terzo paragrafo di questo capitolo. Per concludere, nel quarto paragrafo, verranno presentate alcune delle misure che possono essere impiegate al fine di mitigare l'impatto di questi errori di comportamento.

1.1 Il declino di *homo oeconomicus* e l'avvento della finanza comportamentale

Da sempre i comportamenti umani sono stati oggetto di studio, ma solo verso la metà del XVIII secolo si è iniziato ad analizzare in dettaglio come l'individuo assume le scelte in condizioni di incertezza¹. Fu in tale periodo storico che venne introdotto il concetto di "utilità", intesa come il grado di soddisfazione che un individuo trae dal consumo di un bene o di un servizio. Tra gli studiosi più celebri dell'epoca troviamo Adam Smith, filosofo ed economista scozzese, il quale fu tra i primi a riconoscere l'importanza della psicologia e delle emozioni nelle scelte economiche degli individui. Nel trattato *The Theory of Moral Sentiments* (1759) egli riconosce che i

¹Una scelta in condizioni di incertezza rappresenta una decisione che può dare origine a diversi esiti, ciascuno dei quali ha una diversa probabilità di verificarsi.

comportamenti umani sono mossi dalle passioni e dalla volontà di aiutare il prossimo per la semplice ragione di renderlo felice. Anche Jeremy Bentham, un altro importante filosofo ed economista inglese, riconosceva il ruolo giocato dalla psicologia delle scelte economiche degli individui. Nello specifico, egli riteneva che ciascuna azione individuale fosse volta a massimizzare l'utilità, intesa come felicità sperimentata, che rappresenta un qualcosa di soggettivo che non può essere sintetizzato da alcuna formula matematica (Pompian e Wood, 2006). Non tutti gli studiosi dell'epoca però concordavano con Smith e Bentham. Infatti, verso la fine del XVIII secolo e l'inizio del XIX secolo prevalse sempre più il pensiero neoclassico, il quale studiava i comportamenti umani servendosi di un metodo rigorosamente scientifico. I neoclassici ritenevano che i comportamenti umani fossero volti a massimizzare l'utilità dell'individuo, quantificabile tramite una funzione basata su regole matematiche. Questa scuola di pensiero trascurava la componente psicologica nelle scelte economiche e vedeva l'individuo come un *homo oeconomicus*: un agente perfettamente razionale, in grado di raccogliere e analizzare una moltitudine di informazioni, che sa compiere scelte coerenti con il fine di massimizzare la propria funzione di utilità. L'ipotesi di razionalità degli individui è stata alla base anche delle teorie economiche e finanziarie classiche elaborate nella seconda metà del XX secolo. Gli economisti John von Neumann e Oskar Morgenstern (1947) hanno proposto la Teoria dell'Utilità Attesa come teoria normativa in grado di spiegare come gli individui compiono scelte in condizioni di incertezza. L'economista Eugene Fama (1970) ha sostenuto invece l'ipotesi di efficienza dei mercati, come conseguenza del fatto che gli individui sono in grado di raccogliere ed elaborare le informazioni in maniera razionale e quindi sono in grado di stabilire il giusto prezzo dei titoli quotati nei mercati finanziari. Nel suo complesso, la teoria finanziaria classica presuppone quindi la razionalità sia in un contesto micro- che macroeconomico.

L'avvento di uno sconvolgimento a questo assetto teorico - dal quale discende la nascita della finanza comportamentale - può essere ricondotto alla fine degli anni '70 del secolo scorso, quando due psicologi israeliani, Daniel Kahneman e Amos

Tversky, pubblicano due studi all'avanguardia nei quali applicarono per la prima volta dei concetti di psicologia cognitiva² ai processi decisionali degli individui. In questo contesto giocarono un ruolo chiave elementi come la memoria, l'attenzione, la percezione. Nel 1974, essi hanno evidenziato che, nel momento in cui un individuo deve effettuare una scelta in condizioni di incertezza, la mente umana ricorre a delle strategie operative che permettono di risolvere problemi complessi in modo semplificato, dette euristiche. L'inferenza delle euristiche nel processo decisionale rappresenta una prima discrepanza del comportamento umano dall'ipotesi di razionalità delle scelte. Successivamente, nel 1979, i due psicologi hanno elaborato la Teoria del Prospetto (*Prospect Theory*), la quale si presenta come una teoria efficace a descrivere il comportamento umano nei contesti in cui la teoria classica non è in grado di fornirne una spiegazione. Essa rappresenta una valida teoria descrittiva alternativa alla Teoria dell'Utilità Attesa elaborata da Von Neumann e Morgenstern. Quest'ultima, infatti, non è in grado di cogliere a pieno le variabili che influenzano le scelte degli individui, trascurando l'impatto della componente cognitiva ed emotiva nel processo decisionale.

Altri contributi importanti nello sviluppo del filone comportamentale giunsero dallo psicologo Paul Slovic e dall'economista Richard Thaler. Il primo si è occupato, tra le altre cose, di studiare come gli individui percepiscono il rischio e ha introdotto, insieme ad altri studiosi, l'euristica dell'affettività; il secondo ha apportato molteplici contributi alla teoria economica comportamentale e ha introdotto la teoria della contabilità mentale (*mental accounting*). Sia l'euristica dell'affettività che la contabilità mentale verranno trattati nei prossimi paragrafi.

²La psicologia cognitiva si occupa di studiare i processi mentali che guidano i comportamenti umani. Questa branca di studio si basa sul principio secondo cui la mente umana è un sistema di elaborazione di informazioni capace di costruire ed eseguire programmi d'azione finalizzati. [https://www.treccani.it/enciclopedia/psicologia-cognitiva_\(Enciclopedia-Italiana\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/psicologia-cognitiva_(Enciclopedia-Italiana)/)

La rilevanza di questa nuova branca di studio è stata riconosciuta solo nei primi anni 2000, quando nel 2002 venne attribuito il premio Nobel per l'economia agli studiosi Kahneman e Tversky. Fu solo allora che venne messa realmente in dubbio l'ipotesi di piena razionalità degli individui alla base delle teorie finanziarie classiche. Nonostante la poca rilevanza inizialmente attribuita ai nuovi studi comportamentali, a seguito delle ricerche empiriche condotte da Kahneman e Tversky, numerosi altri studiosi iniziarono ad investigare sia l'ipotesi di limitata razionalità degli individui sia l'ipotesi di efficienza dei mercati. È doveroso nominare anche lo studioso statunitense Herbert Simon che, già nel 1955, rifletteva sulla "razionalità limitata" degli individui nei contesti di scelta in condizioni di incertezza. Simon notò come l'assunzione di decisioni in modo razionale è limitata da alcuni fattori, tra i quali l'incompletezza delle informazioni, la complessità dei problemi, la limitata capacità di elaborazione e dei tempi decisionali. Nonostante tutti gli sforzi, l'autore ritiene che gli individui siano al più in grado di raggiungere soluzioni buone e non ottime.

Le discrepanze tra teoria finanziaria classica e comportamenti degli individui sono state ampiamente documentate nel corso del tempo. Queste evidenze hanno portato alla nascita della cosiddetta finanza comportamentale, un filone di studi che cerca di spiegare come gli individui apprendono, processano e applicano le informazioni nei contesti decisionali (Cervellati et al., 2024). Le teorie comportamentali non hanno lo scopo di sostituire le teorie finanziarie classiche, bensì cercano di colmarne le lacune descrittive (Rigoni e Gardenal, 2016). La finanza comportamentale si caratterizza per un approccio di studio multidisciplinare, che coinvolge non solo la finanza, ma anche la psicologia³ e la sociologia⁴ (Simon e Ricciardi, 2000).

³ La psicologia può essere definita come la scienza che studia i processi psichici, coscienti e inconsci, cognitivi (tra cui percezione, attenzione, memoria, linguaggio e pensiero) e dinamici (tra cui emozioni, motivazioni e personalità). <https://www.treccani.it/enciclopedia/psicologia/>

⁴ La sociologia è una scienza e disciplina che ha per oggetto i fenomeni sociali indagati nelle loro cause e manifestazioni, nei loro processi ed effetti, nei loro rapporti reciproci e con altri fenomeni. <https://www.treccani.it/vocabolario/sociologia/>

L'economista Hersh Shefrin (2002) suddivide inoltre la teoria comportamentale in tre pilastri:

1. Euristiche e *bias*: gli individui utilizzano dei filtri cognitivi, detti euristiche, quando raccolgono ed elaborano informazioni; tali filtri portano a compiere scelte incoerenti con l'ipotesi di razionalità degli individui.
2. Effetto inquadramento (*framing*): gli individui compiono scelte diverse quando le stesse informazioni vengono presentate in maniera diversa; essi non sono in grado di analizzare le informazioni in modo oggettivo.
3. Inefficienza dei mercati: euristiche, *bias* e dipendenza da inquadramento influiscono sui prezzi di mercato e sulla sua efficienza.

Nel proseguo di questo capitolo verranno affrontati alcuni dei temi menzionati. Innanzitutto, verranno riportati alcuni cenni della Teoria dell'Utilità Attesa e della Teoria del Prospetto al fine di evidenziarne le peculiarità e le principali differenze. Successivamente verranno presentate le euristiche introdotte da Kahneman e Tversky (1974) - disponibilità, rappresentatività e ancoraggio - e l'euristica dell'affetto, introdotta da Slovic et al. (2002). Oltre a ciò, verrà offerta una panoramica dei principali *bias* cognitivi ed emotivi che influenzano le scelte degli individui, perlopiù in modo negativo. Ciò risulta empiricamente riscontrato nei mercati finanziari, dove si è visto che gli individui agiscono sistematicamente in contrasto con l'ipotesi di piena razionalità. Il capitolo si concluderà infine presentando alcune misure di correzione - o quanto meno mitigazione - delle conseguenze derivanti dagli errori di comportamento degli individui.

1.1.1 Cenni alla Teoria dell'Utilità Attesa e criticità

Ai fini di questo elaborato risulta utile presentare brevemente la Teoria dell'Utilità Attesa introdotta nel 1947 dagli economisti Von Neumann e Morgenstern in *Theory of Games and Economic Behaviour*. Questa teoria presuppone che gli individui effettuino scelte in condizioni di incertezza seguendo un processo razionale, basato su delle

regole definite a priori, chiamate assiomi. I cinque assiomi alla base di questa teoria sono:

1. *Comparabilità*: un individuo è sempre in grado di paragonare diversi risultati incerti mutualmente esclusivi e stabilirne un ordine di preferenza o indifferenza.
2. *Transitività*: se un individuo preferisce l'esito x all'esito y e preferisce l'esito y all'esito z , allora preferisce x a z . Nel caso in cui l'individuo sia indifferente tra x e y e tra y e z , allora l'esito x è indifferente all'esito z .
3. *Indipendenza forte*: se un individuo confronta due giochi, i quali si caratterizzano per avere un esito comune con uguale probabilità di realizzo, allora l'attenzione viene focalizzata esclusivamente sugli esiti dei giochi non comuni.
4. *Misurabilità*: se l'esito x è preferito all'esito y che a sua volta è preferito all'esito z allora esiste un'unica probabilità α tale per cui il gioco composto dagli esiti x e z è equivalente a y .
5. *Ordinabilità*: siano y e u due esiti compresi tra l'esito x e l'esito z , allora esistono diverse probabilità tali per cui un gioco composto dall'esito x e z è equivalente a y oppure a u . Se le probabilità sono uguali per i due giochi allora essi sono equivalenti, altrimenti sarà preferito il gioco con la probabilità maggiore di ottenere l'esito preferito.

Von Neumann e Morgenstern ritenevano che gli individui applicassero queste regole matematiche in maniera coerente, e quindi razionale, al fine di massimizzare la propria funzione di utilità ed individuare la scelta ottima. Secondo questa teoria, ciascun individuo possiede la propria funzione di utilità, in linea con la propria preferenza per il rischio, ma tale funzione rispetta in ogni caso i cinque assiomi appena presentati e da ciò deriva che:

- La funzione di utilità rispetta sempre l'ordine delle preferenze: se un soggetto preferisce x a y , allora l'utilità offerta della scelta x è maggiore dell'utilità offerta dalla scelta y .

- Tale funzione può essere utilizzata per ordinare giochi rischiosi, impiegando la formula:

$$U(x) = \sum_{i=1}^N p_i \cdot U(w_i) \quad (1)$$

Dove $U(x)$ rappresenta l'utilità attesa del gioco, w_i rappresenta l'esito i -esimo e p_i la relativa probabilità di realizzo. Questa funzione può essere applicata per calcolare l'utilità di qualsiasi gioco. Tale funzione può essere descritta come la media delle utilità attese di ciascun esito ponderate per le rispettive probabilità di realizzo. Secondo questa teoria gli agenti economici effettuano la scelta che massimizza l'utilità attesa. L'utilità marginale della ricchezza in questo contesto è sempre positiva e compatibile con l'ipotesi di non sazietà degli individui. Ciononostante, non tutti gli individui si comportano allo stesso modo di fronte al rischio. Dalla forma della funzione di utilità si può evincere la preferenza al rischio del singolo individuo: se la funzione è di tipo concavo il soggetto è avverso al rischio, se è di tipo convesso il soggetto è propenso al rischio, mentre nel caso di funzione di tipo lineare il soggetto è neutrale al rischio. Gli individui dovrebbero sempre scegliere l'alternativa che offre l'utilità maggiore, coerentemente con la propria funzione di utilità. Essi dovrebbero essere in grado di effettuare delle stime realistiche circa le probabilità degli eventi e di quantificare l'utilità derivante dai singoli eventi, impiegando tutte le informazioni a loro disposizione.

La Teoria dell'Utilità Attesa inizialmente si era affermata come teoria normativa e si poneva l'obiettivo di descrivere come gli individui *avrebbero dovuto* comportarsi. Successivamente, si è cercato di proporla anche come teoria descrittiva e quindi come teoria in grado di descrivere i comportamenti effettivamente assunti dagli individui. Diversi studi empirici hanno però dimostrato che questa teoria non è in grado di rappresentare correttamente le modalità decisionali degli individui. Tra questi, uno dei più celebri è l'esperimento condotto dall'economista francese Maurice Allais e pubblicato nel 1953 sulla rivista *Econometrica*, conosciuto come "Paradosso di Allais". Allais condusse un esperimento nel quale chiese ad un gruppo di persone che

disponevano di buone conoscenze circa il calcolo di probabilità (e quindi ritenute *razionali*) di fornire una risposta a due lotterie⁵, rappresentate nella Tabella 1.1.

Tabella 1.1 Lotterie presentate da Allais nel 1953

Lotteria 1				Lotteria 2			
Scelta A		Scelta B		Scelta C		Scelta D	
Vincita	Probabilità	Vincita	Probabilità	Vincita	Probabilità	Vincita	Probabilità
1 milione	1	1 milione	0,89	1 milione	0,11	5 milioni	0,10
		5 milioni	0,10	0	0,89	0	0,90
		0	0,01				

Fonte: Rielaborazione personale di Allais, 1953.

La maggioranza dei soggetti scelse la risposta A nella prima lotteria e D nella seconda lotteria ed è su tale evidenza che si fonda il paradosso. Infatti, le due lotterie sono equivalenti e un individuo che sceglie A dovrebbe successivamente scegliere C, coerentemente con l'assioma di indipendenza forte. Se $U(1.000.000) > 0,89U(1.000.000) + 0,10U(5.000.000)$ allora anche $0,11U(1.000.000) > 0,10U(5.000.000)$. Questo perché, se nella disuguaglianza della Lotteria 1 sottraiamo da entrambi i lati $0,89U(1.000.000)$ allora le due lotterie sono equivalenti. Il fatto che i soggetti abbiano in larga parte scelto A e D evidenzia che essi non hanno rispettato la Teoria dell'Utilità Attesa per decidere.

Gli studi di economia sperimentale, come quello condotto da Allais, dimostrarono come gli assiomi della teoria finanziaria classica venivano sistematicamente violati dagli individui posti di fronte a scelte in condizioni di incertezza. Questa teoria venne però realmente messa in dubbio solo nel momento in cui alcuni studiosi iniziarono ad applicare dei concetti di psicologia cognitiva alla teoria economica. Tra questi, i più celebri sono certamente Daniel Kahneman e Amos Tversky.

⁵ Una lotteria può essere definita come una distribuzione di probabilità alla quale vengono associati dei *payoff* monetari.

1.1.2 La Teoria del Prospetto

La Teoria del Prospetto è una teoria descrittiva presentata da Daniel Kahneman e Amos Tversky nel 1979. I due studiosi, dopo aver condotto diversi esperimenti utilizzando dei prospetti di scelta, si sono resi conto dell'inadeguatezza della teoria dell'utilità attesa come teoria descrittiva dei comportamenti umani e hanno elaborato una nuova teoria che tenesse conto della psicologia umana e non solo dell'aspetto razionale. Questa teoria suddivide il processo di scelta in condizioni di incertezza in due diverse fasi: una fase di rappresentazione del problema e una fase di valutazione delle varie alternative. La prima fase consiste in una riformulazione del problema iniziale in termini semplificati mediante l'impiego di strategie operative che possono condurre a modificare sostanzialmente il problema iniziale. Possiamo distinguere sei operazioni attuabili dall'individuo in questa prima fase:

1. *Codifica*. Gli individui valutano gli esiti di un prospetto rispetto ad un punto di riferimento e non in assoluto. Il punto di riferimento varia in base alle esperienze passate dell'individuo, alla sua istruzione e cultura, nonché in base a come il problema viene impostato.
2. *Combinazione*. Esiti uguali con probabilità distinte possono essere combinati in un unico risultato.
3. *Segregazione*. Nel caso in cui il prospetto comprende una componente priva di rischio, questa viene separata rispetto alla componente rischiosa, cosicché l'esito certo viene segregato.
4. *Cancellazione*. Nei problemi in cui sono presenti eventi uguali, questi ultimi vengono eliminati. Ciò può condurre ad alterazioni sostanziali del problema di scelta.
5. *Semplificazione*. I soggetti tendono a semplificare gli esiti di un prospetto e le relative probabilità mediante arrotondamento. Questa operazione conduce a due importanti problematiche: le probabilità molto piccole (i) potrebbero essere sovrappesate oppure (ii) potrebbero essere cancellate dal problema e considerate impossibili.

6. *Rilevazione della dominanza.* Le alternative vengono confrontate e si eliminano tutte quelle ritenute dominate da altre.

Nella seconda fase invece il soggetto valuta l'alternativa più conveniente servendosi di una funzione simile a quella impiegata dalla teoria dell'utilità attesa, che può essere rappresentata come:

$$V(x) = \sum_{i=1}^N \pi(p_i)v(x_i) \quad (2)$$

Dove:

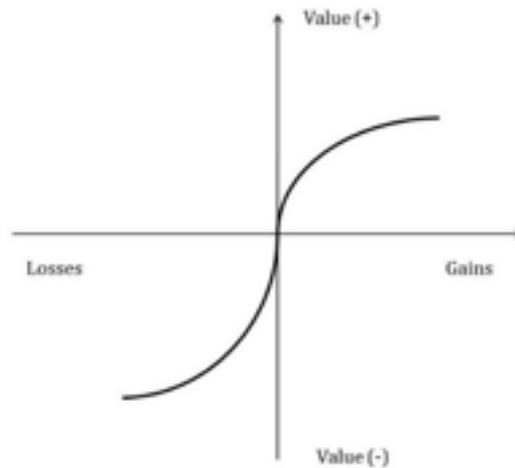
- p_i è la probabilità dell'esito i -esimo;
- x_i è l'esito i -esimo;
- $\pi(\cdot)$ è la funzione di ponderazione delle probabilità;
- $v(\cdot)$ è la funzione di attribuzione del valore dei singoli esiti.

Tale funzione si differenzia dalla funzione di utilità attesa per diverse ragioni:

- Gli esiti e le probabilità degli eventi sono il risultato del processo di rielaborazione delle informazioni e possono essere molto diversi dagli esiti e dalle probabilità iniziali del problema;
- Gli esiti sono valutati come differenza rispetto ad un punto di riferimento e non in valore assoluto;
- Le probabilità vengono ponderate dall'individuo secondo una funzione di ponderazione che può portare a sovrappesare o sottopesare il verificarsi degli eventi;
- La funzione di valore agisce sui singoli esiti in modo diverso in base al fatto se ci si trova nel campo delle perdite o dei guadagni.

Per ciò che concerne la funzione di valore, è interessante analizzarne gli attributi fondamentali iniziando ad osservarne la rappresentazione grafica riportata nella Figura 1.1.

Figura 1.1 Funzione di valore



È possibile notare che questa funzione si caratterizza per: (i) essere definita sulle variazioni di ricchezza rispetto ad un punto di riferimento, (ii) essere concava nella regione dei guadagni e convessa nella regione delle perdite, (iii) essere più ripida nella regione delle perdite che in quella dei guadagni. Si osserva inoltre che la pendenza della funzione è massima in prossimità del punto di riferimento.

La Figura 1.1 permette di cogliere il cosiddetto “**effetto riflesso**”: in prossimità del punto di riferimento le preferenze per il rischio si rovesciano completamente. Il fatto che la funzione di valore sia concava nella regione dei guadagni implica che in tale regione gli individui sono avversi al rischio; mentre nella regione delle perdite essi diventano propensi al rischio poiché la funzione valore ha forma convessa. Ciò evidenzia la prima differenza tra la Teoria del Prospetto e la Teoria dell’Utilità Attesa: mentre secondo quest’ultima un soggetto ha una singola preferenza verso il rischio, la prima mette in luce che ogni individuo è allo stesso tempo propenso e avverso al rischio, in base alle circostanze. Inoltre, il fatto che tale funzione sia più ripida nella regione delle perdite implica che la perdita di valore causata da una perdita di un certo ammontare non è compensata dal valore apportato da un guadagno di pari importo. Ciò comporta, ad esempio, che solitamente non si è disposti ad accettare una scommessa nella quale si ha la stessa probabilità di perdere

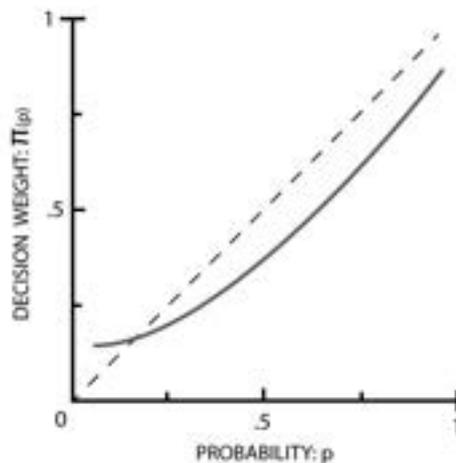
o vincere una somma di importo monetario uguale. In queste circostanze gli individui tendono ad accettare la scommessa solo se il potenziale guadagno è maggiore alla potenziale perdita, essi chiedono quindi un “premio per il rischio”. In aggiunta, la funzione di valore mette in luce due ulteriori aspetti:

1. Gli individui sono avversi alle perdite e in generale il peso delle perdite è circa 2,5 volte maggiore rispetto al peso attribuito ai guadagni (*loss aversion*).
2. Gli individui sono avversi a perdite certe (*aversion to certain losses*). Di fronte ad un prospetto di scelta che implica una perdita certa o una perdita incerta di pari valore atteso, l'individuo preferisce l'opzione incerta.

La funzione di ponderazione viene invece impiegata per quantificare il peso attribuito a ciascuna probabilità. Mentre nella Teoria dell'Utilità Attesa l'utilità di una lotteria è lineare alle probabilità degli esiti, ciò non è valido per la Teoria del Prospetto. In quest'ultima teoria il valore di un prospetto non è lineare rispetto alla sua probabilità. Per comprendere al meglio il ruolo delle probabilità, risulta utile descrivere le caratteristiche principali della funzione di ponderazione:

- È una funzione crescente;
- Nel caso di probabilità molto piccole avviene una iper-ponderazione delle probabilità: eventi molto rari vengono sopravvalutati;
- Nel caso di probabilità elevate avviene una ipo-ponderazione delle probabilità: alcuni eventi sono considerati meno probabili di quanto lo siano realmente;
- La funzione è sub-additiva per probabilità molto piccole: ad eventi molto rari viene attribuita una probabilità maggiore di eventi meno rari;
- La funzione è sensibile all'“**effetto certezza**”: il peso associato ad eventi incerti è inferiore al peso associato ad eventi certi.

Figura 1.2 Funzione di ponderazione delle probabilità



La funzione di ponderazione permette di dare una spiegazione a diversi paradossi, come il paradosso di Allais presentato in precedenza. In quel contesto i partecipanti all'esperimento avevano compiuto delle scelte non coerenti con la Teoria dell'Utilità Attesa, dove le probabilità impiegate per valutare l'utilità delle lotterie erano le probabilità reali. Analizzando il problema tenendo conto del fatto che le persone distorcono le probabilità reali è possibile comprendere il perché delle scelte effettuate. Nella Lotteria 1 la maggioranza degli individui ha scelto la risposta A perché l'effetto certezza ha attribuito a tale prospetto un valore maggiore rispetto al prospetto B, caratterizzato da un valore atteso maggiore ma con una piccola probabilità di non vincere nulla. Nella Lotteria 2, invece, gli individui non hanno considerato rilevante la differenza della probabilità di vincita tra i due prospetti e si sono focalizzati esclusivamente sull'importo monetario potenzialmente ottenibile.

La Teoria del Prospetto si è rivelata più efficace rispetto alla Teoria dell'Utilità Attesa nel descrivere i comportamenti degli individui, anche alla luce del fatto che la prima è una teoria descrittiva mentre la seconda è una teoria normativa. Essa è stata impiegata per elaborare numerose altre teorie che ipotizzano la non completa razionalità degli individui. Inoltre, la teoria elaborata da Kahneman e Tversky (1979) ha posto le fondamenta per lo sviluppo di ulteriori ricerche volte a comprendere ed

analizzare le varie euristiche ed anomalie comportamentali che influenzano le scelte compiute dagli individui in condizioni di incertezza.

1.2 Euristiche

Nel precedente paragrafo è stata messa in dubbio la validità dell'ipotesi di razionalità degli individui. Questi ultimi non sono degli *homo oeconomicus*, ma piuttosto delle "persone normali", e in quanto tali non sempre agiscono in maniera razionale (Statman, 2014). Infatti, le persone si caratterizzano per una limitata capacità di acquisire ed elaborare informazioni e, nel momento in cui si trovano di fronte problemi complessi da risolvere, applicano delle strategie operative di carattere intuitivo volte a semplificare il problema e trovare una risposta in modo rapido. Queste scorciatoie mentali, conosciute come *euristiche*, consentono alle persone di risolvere problemi complessi in tempi brevi, ma non sempre esse conducono alla soluzione ottimale (Simon e Ricciardi, 2000).

Nel celebre articolo *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, pubblicato nel 1974, Kahneman e Tversky si sono chiesti su cosa si basassero le credenze e le opinioni delle persone. Nello specifico, essi hanno studiato come le persone elaborano le probabilità di eventi incerti. I loro studi hanno introdotto tre euristiche che vengono impiegate dalle persone per attuare scelte in condizioni di incertezza, che sono: disponibilità, rappresentatività e ancoraggio. L'evidenza empirica mostra che l euristica della disponibilità viene impiegata nella fase di raccolta delle informazioni, mentre l euristica della rappresentatività e dell'ancoraggio vengono utilizzate nella fase di elaborazione delle informazioni. Inoltre, la disponibilità e la rappresentatività riguardano la sopravvalutazione di nuove informazioni, mentre l'ancoraggio implica la sottovalutazione di nuove informazioni.

Le euristiche impiegate per raccogliere ed elaborare informazioni possono modificare sostanzialmente il problema di scelta iniziale e questo può condurre gli individui a

compiere degli errori nella successiva fase di scelta (Tversky e Kahneman, 1974). Dopo aver introdotto questi filtri cognitivi, verrà presentata l'euristica dell'affetto introdotta da Slovic (2002), la quale risulta associata alla sfera emotiva dell'individuo. Infine, verranno presentati alcuni dei principali *bias* cognitivi ed emotivi. Mentre i primi sono legati a come gli individui raccolgono ed elaborano le informazioni, i secondi sono influenzati dalle sensazioni sperimentale dall'individuo nella fase di elaborazione mentale delle informazioni (Cervellati et al., 2024).

1.2.1 Euristica della disponibilità

L'euristica della disponibilità è il primo filtro che la mente umana impiega per elaborare un giudizio di probabilità e agisce nella fase di raccolta di informazioni necessarie al compimento di una scelta in condizioni di incertezza. Essa emerge dal fatto che risulta più facile ricordare eventi accaduti frequentemente ed immaginare eventi verosimili piuttosto che eventi rari ed immaginarne di inverosimili. La conseguenza di questa euristica è che gli eventi più facilmente richiamabili alla memoria vengono considerati anche i più probabili. La frequenza di probabilità viene dunque falsata dalla familiarità del soggetto a determinati eventi (*easy of recall bias*), dalla notorietà degli stessi e dalla facilità con cui è possibile immaginare certi scenari. Nella realtà ciò non è pur sempre veritiero e questo filtro può condurre le persone a compiere importanti errori di valutazione. Secondo Rumiati (1990), l'euristica della disponibilità opera mediante due meccanismi differenti:

- *Disponibilità per costruzione.* Il giudizio di probabilità viene sbilanciato in favore di eventi la cui costruzione mentale è più semplice. Un esempio è rappresentato dal fatto che, nel momento in cui in una ricevitoria un soggetto vince una grande somma di denaro tramite il Superenalotto, in seguito, può accadere che il numero di giocatori aumenti poiché si pensa, erroneamente, che sia più probabile ottenere una vincita in quella ricevitoria piuttosto che in un'altra. Questo accade perché per un individuo diventa più semplice

immaginare di vincere nella stessa ricevitoria dove è avvenuta la recente vincita.

- *Disponibilità per recupero.* Il giudizio di frequenza viene sbilanciato in favore di situazioni ritenute familiari e rilevanti per il soggetto, poiché esse sono quelle più facilmente richiamabili alla mente. La familiarità e la rilevanza sono influenzate soprattutto da esperienze vissute in prima persona. Ad esempio, se si intervistasse un gruppo di persone e fosse chiesto loro quanto ritengono rischioso investire nel mercato azionario, la loro risposta sarebbe influenzata in larga misura dalla loro diretta esperienza in investimenti azionari. Infatti, gli individui che hanno subito grosse perdite durante la crisi finanziaria del 2008 saranno più propensi a ritenere il mercato azionario rischioso rispetto a chi ha investito nel mercato azionario in fasi meno turbolente. In questo contesto il tempo gioca un ruolo importante: l'intensità della percezione del fenomeno si riduce con il passare del tempo. Di conseguenza, è possibile affermare che eventi più recenti, a parità di altre condizioni, assumono maggiore rilevanza durante la fase di raccolta di informazioni per compiere una scelta in condizioni di incertezza (Gardenal e Rigoni, 2016).

1.2.2 Euristica della rappresentatività

L'euristica della rappresentatività viene impiegata per elaborare le informazioni raccolte e fa riferimento al fatto che gli individui tendono a stimare la probabilità di un certo evento confrontandolo con una classe di eventi ritenuti simili, a prescindere dall'ampiezza della classe osservata e dalle frequenze oggettive. Questo filtro viene influenzato da stereotipi e situazioni familiari dell'individuo ed evidenzia che si tendono ad ignorare le probabilità a priori degli eventi e il teorema di Bayes nel momento in cui è richiesto di emettere un giudizio di probabilità.

Kanheman e Tversky (1974) proposero questo esperimento per illustrare l'euristica della rappresentatività: dopo aver fornito una breve introduzione di un soggetto, venne chiesto ad un gruppo di individui quale lavoro ritenevano che esso svolgesse

con maggiore probabilità, potendo scegliere tra una lista di occupazioni prestabilite. La descrizione fornita fu la seguente: *“Steve è molto timido e introverso, disponibile, ma poco interessato alle persone e alla realtà che lo circonda. Ha un animo mite, bisogno di ordine e passione per i dettagli.”* Le occupazioni tra le quali scegliere erano: agricoltore, venditore, pilota di aerei, bibliotecario e fisico. La maggior parte dei partecipanti rispose che ritenevano più probabile che Steve fosse un bibliotecario. Questa evidenza dimostra che la maggioranza delle persone attribuisce un peso maggiore alla descrizione fornita piuttosto che alle probabilità a priori. Infatti, se è pur vero che la descrizione di Steve risulta affine alla descrizione di un bibliotecario, al tempo stesso bisognerebbe tenere a mente che il numero di persone che svolgono la professione di bibliotecario è assai inferiore a coloro che svolgono la professione di venditore. Nello stesso studio del 1974, Kahneman e Tversky hanno ripetuto il medesimo esperimento omettendo la descrizione del soggetto e il risultato è stato che le persone hanno impiegano le probabilità a priori in modo corretto, senza ricorrere all’euristica della rappresentatività. Ciò dimostra quanto gli stereotipi possano avere un’influenza nelle nostre credenze e opinioni.

L’euristica della rappresentatività induce le persone ad una moltitudine di scelte errate. Innanzitutto, ignorare le probabilità a priori genera l’**“illusione di validità”**, secondo la quale le persone tendono a formulare previsioni basandosi sui dati che hanno a disposizione ed ignorando altre evidenze discordanti. In altre parole, si cerca di individuare la causa di un problema partendo dalle conseguenze: se gli effetti sembrano collegati alle cause che si ritengono appropriate, allora risulta più probabile ignorare elementi discordanti con la teoria formulata. Questa illusione deriva dalla mancata applicazione del metodo scientifico, secondo il quale per verificare la validità di una tesi è necessario sottoporla al processo di falsificazione, che consiste nel cercare ipotesi che smentiscono tale tesi. Le persone in genere non applicano questo metodo e tendono a dare rilevanza solo alle informazioni concordanti alle loro credenze (Cervellati et al., 2024).

Si è inoltre riscontrato che le persone tendono ad ignorare la grandezza del campione di riferimento. Secondo la legge dei grandi numeri, all'aumentare della grandezza del campione aumenta la probabilità che esso sia rappresentativo della popolazione. Gli individui però tendono a sottovalutare questa legge e ritengono che anche campioni piccoli siano rappresentativi della popolazione da cui sono estratti. Ad esempio, se a dei soggetti viene chiesto di stimare delle distribuzioni di probabilità circa l'altezza media di un campione di 10, 100 e 1000 individui, essi probabilmente riprodurranno la stessa distribuzione per ogni campione, ignorando la grandezza dello stesso e il fatto che campioni piccoli potrebbero non essere realmente rappresentativi della popolazione. Queste risultanze hanno portato a coniare la cosiddetta "**legge dei piccoli numeri**": credenza secondo la quale anche piccoli campioni sono altamente rappresentativi della popolazione dalla quale sono estrapolati (Tversky e Kahneman, 1974). Questa convinzione può essere ricollegata al cosiddetto "**errore del giocatore d'azzardo**" (*gambler fallacy*), ossia la propensione a ritenere che la frequenza di un evento in un campione di grandi dimensioni sia osservabile anche in un campione di piccole dimensioni. Tale anomalia implica che le persone tendono a vedere della correlazione in processi del tutto casuali: se un processo ha generato degli esiti estremi in una direzione si tende a pensare che tale processo sia riequilibrato con degli esiti estremi nella direzione opposta. L'euristica della rappresentatività conduce quindi ad equivoci in merito al fenomeno di regressione verso la media. Nello specifico, le persone non si aspettano che certi fenomeni regrediscano verso la media e, anche nel caso in cui ne comprendano il concetto, vi collegano delle cause esplicative che in realtà non sono collegate al fenomeno stesso. Ad esempio, Shefrin (2002) ha condotto un esperimento nel quale si fornivano: il punteggio medio complessivo ottenuto dagli studenti alle scuole superiori, il punteggio medio complessivo ottenuto dagli studenti all'università e il punteggio medio di alcuni studenti alle scuole superiori. Basandosi sui dati a disposizione, ad un gruppo di persone venne chiesto di stimare il punteggio universitario effettivo che sarebbe stato conseguito da tali studenti. Si osservò che i partecipanti all'esperimento assegnarono i punteggi basandosi sui risultati ottenuti

dagli studenti alle scuole superiori: agli studenti con punteggi più elevati alle scuole superiori venne attribuito un punteggio maggiore all'università. Il principio di regressione verso la media venne ignorato: il punteggio universitario di coloro che avevano ottenuto risultati migliori alle superiori venne sovrastimato e viceversa il punteggio di coloro che avevano ottenuto risultati mediocri alle superiori venne sottostimato. L'incapacità di riconoscere questo fenomeno ha importato ripercussioni per i soggetti che operano nei mercati finanziari. In uno studio del 1985, gli economisti Werner De Bondt e Richard Thaler hanno dimostrato che, se le performance passate di un indice o di un'azione sono state positive allora gli individui formulano previsioni ottimistiche, viceversa si tende a formulare previsioni pessimistiche per gli indici e le azioni che hanno ottenuto performance scadenti nel periodo precedente a quello della previsione.

1.2.3 Euristica dell'ancoraggio

L'euristica dell'ancoraggio ha messo in luce la consuetudine secondo la quale si tende a fare previsioni partendo da una stima iniziale e se tale stima cambia allora cambiano anche le previsioni. Nel momento in cui gli individui devono compiere una scelta, formulano un giudizio iniziale e tale punto di partenza funge da ancora nelle stime successive in quanto trattiene a sé gli aggiustamenti. L'ancora può essere rappresentata da un'ipotesi fatta in precedenza dal medesimo soggetto o da altri. Nel momento in cui si ottengono nuove informazioni, viene formulata una nuova stima aggiustando quella fatta in precedenza. La previsione finale difficilmente si scosta di molto da quella iniziale. Questa euristica produce fenomeni di *underreaction*: notizie e fatti nuovi generano aggiustamenti eccessivamente lenti. Tanto è vero che le persone modificano opinioni e credenza con difficoltà e lentezza. Questi fenomeni sono molto frequenti nei mercati finanziari, nei casi in cui i prezzi degli strumenti finanziari si adeguano troppo lentamente alle novità emerse.

Un celebre esempio di ancoraggio è stato presentato da Kahneman e Tversky (1974), nel quale è stato chiesto ad un campione di individui di stimare la percentuale di

Paesi africani facente parte dell'ONU. Prima di fornire la stima, a ciascun soggetto è stato assegnato un numero compreso tra 0 e 100 estratto da una ruota della fortuna. Dopodiché ad ognuno è stato domandato se la percentuale di Paesi membri fosse maggiore o minore del numero estratto e di fornire una stima del numero effettivo di membri. Il risultato fu che i soggetti a cui era stato assegnato il numero 10 stimavano l'adesione del 25% dei Paesi africani all'ONU; invece, i soggetti a cui era stato assegnato il numero 65 stimavano l'adesione del 45% dei Paesi africani all'organizzazione.

1.2.4 Euristiche dell'affetto

L'euristica dell'affetto si riferisce all'influenza dei sentimenti e delle emozioni nelle scelte attuate dagli individui. Nello specifico, in un processo decisionale, le varie alternative vengono valutate in base al "carico affettivo" ad esse associato, in termini positivi o negativi, piuttosto che secondo un processo razionale e logico. Se il carico emotivo associato alla scelta è positivo allora questa verrà accettata, altrimenti, se il carico emotivo associato è negativo, la scelta sarà rifiutata. Una ricerca condotta da Finucane et al. (2000) ha inoltre dimostrato che le informazioni ricevute in merito ai potenziali rischi o benefici di un certo evento sono in grado di amplificare l'impatto dell'affettività nella scelta. Nello specifico è stata individuata una relazione inversa tra benefici (rischi) presentati e rischi (benefici) percepiti. Ciò contrasta con la relazione rischio-rendimento comunemente accettata in finanza secondo cui un maggiore rendimento è legato a maggiori rischi.

Le reazioni emotive degli individui che guidano questa euristica avvengono in modo rapido e automatico e sono legate al sistema affettivo. Questo si caratterizza per fornire risposte rapide a problemi complessi, servendosi di immagini, associazioni ed esperienze per formulare un giudizio. Il sistema affettivo si contrappone al sistema cognitivo, il quale giunge ad una risposta tramite un processo di scelta lento, analitico e consapevole (De Bondt et al., 2013).

Numerose ricerche empiriche hanno mostrato come gli individui sono propensi a valutare un evento impiegando le proprie emozioni e l'esperienza passata, tralasciando le evidenze oggettive. Tra questi si cita lo psicologo Zajonc, il quale, nel 1980, è stato tra i primi a comprendere l'importanza dell'affettività nelle decisioni di scelta in condizioni di incertezza. L'impiego dell'intuito ha svolto un ruolo fondamentale per permettere la sopravvivenza dell'uomo nei millenni passati, ma oggi, vista la sempre maggiore complessità del mondo in cui viviamo, ciò non è più sufficiente e può condurre a diversi errori di comportamento. Tra questi, un *bias* rilevante è l'"effetto dotazione", che verrà approfondito nel prossimo paragrafo.

1.3 Errori cognitivi ed emotivi nelle scelte di investimento

Dall'impiego delle euristiche emergono molteplici *bias* comportamentali, ossia errori sistematici nel comportamento degli individui, i quali sono stati analizzati da numerose ricerche empiriche che verranno presentate di seguito. Kahneman e Riepe (1998) distinguono le anomalie comportamentali in due categorie:

1. Errori di ragionamento (*bias* cognitivi): derivano dai limiti cognitivi della mente umana, la quale impiega le euristiche per raccogliere ed elaborare informazioni in modo semplificato ma imperfetto. Alcuni esempi sono rappresentati da: *overconfidence*, ottimismo eccessivo e *overreaction* alle informazioni.
2. Errori di preferenza (*bias* emotivi): derivano dalla struttura delle preferenze del singolo individuo. Tra questi errori si segnalano: l'effetto certezza, la ponderazione non lineare delle probabilità, l'avversione alle perdite (*loss aversion*) e l'avversione al rimpianto (*regret aversion*).

Mentre gli errori di ragionamento possono essere mitigati, gli errori di preferenza sono difficilmente eliminabili dalla mente umana (Pompian e Wood, 2006).

La ricerca empirica ha dimostrato che queste anomalie comportamentali sono molto frequenti nei comportamenti degli investitori e più in generale nelle scelte finanziarie compiute dagli individui. Poiché il fine di questo elaborato è studiare l'impatto dei *bias* nelle scelte di investimento, verranno di seguito presentati alcuni degli errori comportamentali più rilevanti in ambito finanziario e le conseguenze che essi comportano per gli investitori.

1.3.1 *Overconfidence* e ottimismo eccessivo

Tra le anomalie comportamentali più conosciute e più analizzate in finanza comportamentale troviamo l'*overconfidence*, la quale si manifesta negli individui che tendono a sovrastimare le proprie capacità. Tali individui ritengono di essere in grado di analizzare al meglio tutte le informazioni a loro disposizione, sovrastimando l'importanza delle stesse. I soggetti *overconfident* tendono ad attribuire interamente a sé stessi i propri successi, sottovalutando il ruolo della casualità. L'evidenza empirica dimostra che questo *bias* è diffuso in molteplici settori oltreché in quello finanziario, dall'ingegneria alla giurisprudenza. Griffin e Tversky (1992) hanno inoltre dimostrato che soggetti ritenuti esperti nel loro campo sono maggiormente soggetti a questo *bias* rispetto a soggetti inesperti.

Come documentato da Barberis e Thaler (2003), questa anomalia può manifestarsi in due forme: (i) come tendenza a stimare intervalli di confidenza per certi fenomeni troppo stretti (*miscalibration*); (ii) come tendenza a considerare le probabilità in maniera distorta. Ad esempio, Alpert e Raiffa (1982) hanno dimostrato che, se ad un campione di persone viene chiesto di stimare un intervallo di confidenza al 98%, gli intervalli stimati conterranno in media solo il 60% delle osservazioni reali. Altri studi hanno inoltre evidenziato che eventi ritenuti certi si verificano nella realtà solo nell'80% dei casi, mentre eventi ritenuti impossibili in realtà avvengono nel 20% dei casi (Fischhoff, Slovic e Lichtenstein, 1977).

Tra le conseguenze derivanti dall'*overconfidence* è stata riscontrata un'eccessiva attività di *trading*, la quale contribuisce a peggiorare le performance ottenute dagli individui nei mercati finanziari. A tal riguardo, Barber e Odean (2000) hanno condotto uno studio su 78 mila investitori dal 1992 al 1997, al fine di verificare l'esistenza di una differenza di *performance* tra investitori con frequenza di *trading* differente. Il campione di investitori è stato suddiviso in cinque sotto-campioni in base al *turnover* del proprio portafoglio di investimenti. I due studiosi hanno dimostrato che gli investitori che negoziavano meno frequentemente ottenevano un rendimento annualizzato geometrico superiore del 6%, al netto dei costi di transazione, rispetto agli investitori che avevano una maggiore frequenza di *trading*. Nonostante i rendimenti nominali fossero circa uguali per tutti e cinque i sotto-campioni, i costi di negoziazione hanno svolto un ruolo cruciale nel rendimento netto. Questi costi hanno eroso i rendimenti in modo tanto marcato quanto l'investitore aveva svolto un'intensa attività di *turnover* dei titoli. Secondo gli autori l'eccessiva attività di *trading* era causata da una esagerata confidenza dell'investitore nelle proprie capacità. Solitamente questa confidenza non si corregge nel tempo, perché di fronte a perdite consistenti se ne attribuisce la causa a fattori esterni e, al contrario, quando si verificano delle operazioni proficue l'investitore *overconfident* tende ad attribuire a sé stesso il merito del guadagno. Tale fenomeno è conosciuto con il termine *self-attribution bias*.

In aggiunta, diverse evidenze empiriche hanno mostrato che questo *bias* non colpisce allo stesso modo uomini e donne. Ad esempio, Barber e Odean (2001) hanno dimostrato, tramite uno studio che ha coinvolto più di 35 mila investitori, che gli uomini tendono ad essere più confidenti delle donne. Nello specifico, gli uomini coinvolti nello studio hanno effettuato *trading* il 45% in più rispetto alle donne e da ciò è derivato il fatto che in media gli uomini hanno conseguito rendimenti minori. Un'ulteriore evidenza a supporto di ciò deriva dai questionari realizzati dalla Gallup Organization (Fisher e Statman, 2002) tra il 1998 e il 2000, nei quali veniva chiesto ai partecipanti quale rendimento si aspettavano di ottenere dai propri investimenti nei

12 mesi successivi e quale rendimento si aspettavano che ottenesse il mercato nello stesso orizzonte temporale. Dalle risposte è emerso che sia gli uomini che le donne si aspettavano di ottenere in media un rendimento maggiore di quello ottenuto dal mercato e di conseguenza entrambi si sono dimostrati *overconfident*. Ciononostante, gli uomini si aspettavano di battere il mercato in misura superiore rispetto alle donne (2,8% contro 2,1%) e tale differenza è risultata statisticamente significativa. Possiamo quindi affermare che, in media, gli uomini risultano essere più esposti al *bias* di *overconfidence* rispetto alle donne.

Per quanto riguarda l'eccessivo ottimismo, esso può essere visto come una forma particolare di *overconfidence*. Shefrin (2002) descrive questo fenomeno come la propensione a sovrastimare il verificarsi di eventi favorevoli e la contemporanea sottostima di eventi considerati avversi. Si intende con ciò un ottimismo surreale ed esagerato. Infatti, mentre l'ottimismo di per sé rappresenta un attributo positivo negli individui, l'eccessivo ottimismo porta a sottostimare la probabilità che si verifichino eventi sfavorevoli e porta gli individui ad assumere rischi eccessivi.

L'eccessivo ottimismo tende a distorcere la visione degli investitori circa i rendimenti attesi degli strumenti finanziari posseduti in portafoglio. Ad esempio, una ricerca di De Bondt (1998) ha mostrato come gli investitori tendono ad avere una visione più ottimistica sull'andamento dei titoli detenuti piuttosto che sul mercato nel suo complesso.

1.3.2 *Disposition effect*

Il *disposition effect* è un'anomalia comportamentale molto diffusa tra i partecipanti al mercato finanziario e riscontrata per la prima volta da Shefrin e Statman nel 1985. Questo *bias* mette in evidenza che gli investitori sono propensi a vendere troppo presto i titoli che hanno registrato buone performance e, al contrario, tengono in portafoglio troppo a lungo i titoli che hanno realizzato performance negative. Ciò risulta poco razionale considerando che vendendo i titoli in perdita anziché quelli in

guadagno si potrebbe evitare di pagare le tasse sulle plusvalenze realizzate. Questa anomalia può essere compresa ricorrendo ai concetti alla base della *Prospect Theory* elaborata da Kahneman e Tversky (1979). Secondo questa teoria, gli investitori sono propensi al rischio nella regione delle perdite e avversi al rischio nella regione dei guadagni. Si ricorda inoltre che in genere gli investitori possono essere definiti avversi alle perdite: il dolore causato da una perdita è maggiore del piacere causato da un guadagno di pari importo. Questo fenomeno, conosciuto come *loss aversion bias* e già presentato nel paragrafo 1.1.2, conduce all'anomalia riscontrata. Gli investitori sono propensi a realizzare i guadagni ottenuti dai propri investimenti perché ciò produce gratificazione e invece preferiscono rimandare la realizzazione delle perdite, la quale causa dispiacere e rimpianto (*regret*).

Inoltre, gli individui preferiscono mantenere gli investimenti in perdita perché hanno la speranza che in futuro possano diventare profittevoli. Questa anomalia può essere ricondotta anche al cosiddetto *break even effect*, secondo il quale le perdite pregresse spingono gli individui ad assumere ulteriori rischi se ciò potrebbe permettere loro di recuperare interamente le perdite subite (Thaler e Johnson, 1990).

L'esistenza del *disposition effect* è stata riscontrata da diverse ricerche empiriche, tra le quali si cita quella di Terrance Odean (1998). Egli ha raccolto un insieme di 10 mila operazioni di *trading* compiute tra il 1987 e il 1993 dai clienti di un *discount broker* statunitense e ha rilevato che generalmente gli investitori erano più propensi a realizzare i guadagni anziché le perdite. Per fare ciò ha calcolato due indici: la proporzione di guadagni realizzati (PGR) e la proporzione di perdite realizzate (PPR) da ciascun investitore. Odean ha riscontrato che in media, per ogni mese, ad eccezione di dicembre, l'indice PGR era maggiore dell'indice PPR. L'eccezione rilevata nel mese di dicembre è imputabile a motivi fiscali, in quanto le minusvalenze realizzate permettono di ridurre le imposte da pagare sulle plusvalenze realizzate. Il rapporto tra PGR e PPR era circa pari a 1,5: la probabilità di realizzare i guadagni ottenuti è stata maggiore del 50% rispetto alla probabilità di realizzare le perdite. Odean ha anche dimostrato che i titoli venduti in utile hanno continuato a

performare meglio dei titoli in perdita mantenuti in portafoglio, di conseguenza tale anomalia comportamentale contribuisce a ridurre il rendimento medio atteso dei portafogli di investimento.

1.3.3 Equity home bias

L'*equity home bias*, anche conosciuto come *home bias*, si riferisce alla circostanza in cui gli individui preferiscono detenere in portafoglio titoli domestici piuttosto che titoli di Paesi esteri. Questa tendenza contrasta con le evidenze empiriche che hanno dimostrato come la costruzione di un portafoglio altamente diversificato dal punto di vista geografico (e non solo) permette di ottenere performance migliori a parità di rischio sopportato (Grubel, 1968). Inizialmente, l'*home bias* è stato studiato dagli economisti French e Poterba (1991). I due studiosi mostrarono come gli investitori sovrappesavano eccessivamente la quota di fondi allocata nel proprio Paese di origine. Ad esempio, quasi il 94% del portafoglio degli investitori statunitensi era investito in aziende statunitensi. Per gli investitori giapponesi la quota di fondi allocata in aziende giapponesi raggiungeva addirittura il 98%. Essi esaminarono alcune possibili spiegazioni al fenomeno, tra le quali: possibili vantaggi fiscali, minori costi di transazione e vincoli istituzionali; ma nessuna di esse risultò rilevante a fini esplicativi del fenomeno.

Huberman (1999) ha inoltre dimostrato che molti investitori detengono in portafoglio azioni di aziende per cui lavorano senza considerare che ciò comporta una concentrazione del rischio. Infatti, così facendo il rischio professionale e il rischio finanziario sono soggetti alla stessa fonte di rischio.

L'*home bias* può essere legato a diversi aspetti comportamentali. Tra questi svolge un ruolo chiave l'euristica della familiarità: l'investitore si sente (erroneamente) più sicuro ad investire in titoli domestici poiché pensa di conoscere meglio le aziende del proprio Paese di origine (Kilka e Weber, 2000). Ciò si ricollega all'*ambiguity aversion bias*: le persone sono avverse alle situazioni ambigue o incerte e ne deriva che esse sono più propense a detenere titoli meno "ambigui" e cioè più familiari. La

familiarità inoltre alimenta la presunzione di essere più competenti di ciò che si è in realtà e questa supponenza favorisce l'insorgere di *overconfidence* e di eccessivo ottimismo (Linciano, 2010). L'*home bias* favorisce inoltre il fenomeno di sotto-diversificazione (*underdiversification*) all'interno dei portafogli degli investitori. Ciò conduce ad un'eccessiva concentrazione dei rischi e alla perdita del beneficio di una bassa correlazione tra i titoli in portafoglio.

Questo errore di comportamento non colpisce solo il singolo investitore *retail*, ma anche i *professionals*. Ad esempio, uno studio del 2019 condotto da Maier e Scholz, ha evidenziato che su un campione di 700 fondi azionari europei con sede legale in 15 Paesi europei differenti, oltre il 90% era vittima di *equity home bias*. Altri studi (tra gli altri si cita quello di Burghof e Kleinert, 2013) hanno dimostrato che questo fenomeno è diffuso anche per i fondi di Paesi extra-europei. Ciò dimostra come anche i gestori patrimoniali siano influenzati da questo *bias* e quindi dall'illusione di conoscere meglio il Paese in cui il fondo gestito ha la sede legale.

1.3.4 Regret aversion bias

La sfera emotiva degli individui svolge un ruolo chiave nei processi decisionali da essi attuati. Tra i fattori emotivi, sicuramente uno dei più rilevanti nel campo delle decisioni finanziarie è la sensazione di rimpianto (*regret*). Questa sensazione si manifesta nel momento in cui un individuo è in procinto di effettuare una scelta e spesso conduce all'immobilismo. Il rimpianto non può essere paragonato alla delusione perché quest'ultima sensazione non incorpora il senso di colpevolezza nell'esito ottenuto, che è invece parte del rimpianto. Shefrin (2002) definisce questo stato emotivo come "*il dolore associato al sentirsi responsabili per la perdita*".

Il rimpianto può manifestarsi in due modalità diverse (Pompian e Wood, 2006):

- come conseguenza di una scelta che successivamente si è rilevata sbagliata (rimpianto da commissione);
- come conseguenza di aver omesso di compiere una scelta che sarebbe stato opportuno compiere (rimpianto da omissione).

Diversi studi hanno dimostrato che il rimpianto da commissione ha un impatto emotivo maggiore rispetto al rimpianto da omissione (Kahneman e Riepe, 1998) e per questa ragione generalmente si preferisce evitare di modificare il contesto preesistente. L'insieme di comportamenti posti in atto al fine di evitare la sensazione di rimpianto rappresenta il *regret aversion bias*.

L'avversione al rimpianto può condurre allo *status quo bias*: la circostanza in cui gli individui preferiscono non compiere alcuna scelta che vada a modificare lo stato attuale, così da evitare la sensazione di rimpianto da commissione (Samuelson e Zeckhauser, 1988). Questo *bias* risulta collegato anche ad un'altra anomalia: il *self-attribution bias* (già incontrata studiando il fenomeno dell'*overconfidence*). Pertanto, gli individui, al fine di ridurre la sensazione di rimpianto, ricercano una causa esterna alla quale attribuire la responsabilità delle scelte compiute che si sono rivelate sbagliate.

Il *regret aversion bias* è molto ricorrente nelle scelte degli investitori e si manifesta in diversi modi. Innanzitutto, gli investitori avversi al rimpianto sono riluttanti a vendere titoli in perdita e la preferiscono a vendere titoli in guadagno (si tratta del cosiddetto *disposition effect*, v. supra). Inoltre, questa tipologia di investitori tende ad investire in modo eccessivamente conservativo e nel momento in cui sperimentano una forte sensazione di rimpianto tendono ad uscire completamente dal mercato, al fine di evitare nuovamente di vivere tale sensazione (Pompian e Wood, 2006). Un'ulteriore conseguenza è rappresentata dal fatto che questi soggetti, al fine di limitare il senso di colpa per le loro scelte, tendono a adottare un comportamento imitativo (*herding behaviour*).

Shefrin (2002) afferma inoltre che gli investitori propensi a provare rimpianto tendono ad acquistare titoli che erogano dividendi piuttosto che vendere titoli stessi nel momento in cui devono effettuare un acquisto. Questo perché la vendita di strumenti finanziari potrebbe generare una sensazione di rimpianto, derivante da un successivo apprezzamento di valore di quei titoli, che viene visto come una perdita per l'investitore. L'utilizzo di strumenti che erogano dividendi permette quindi di

eliminare l'insorgere di questa percezione, in quanto le spese da sostenere vengono finanziate direttamente dai profitti percepiti.

Loomes e Sugden (1982) hanno proposto una vera e propria teoria che include la sensazione di rimpianto nel processo decisionale in condizioni di incertezza degli individui: la *Regret Theory*. Questa teoria afferma che gli investitori valutano non solo l'utilità attesa da una scelta ma anche il rimpianto che potrebbe derivarne. Essi, dunque, cercano di limitare la sensazione di rimpianto risultante da una scelta che si rivela sbagliata e non tanto la perdita che ne deriva di per sé. In questo contesto, si cerca di evitare al minimo lo stress derivante dalla scoperta di aver compiuto un errore, si dà credito esclusivamente ad informazioni in accordo con la propria scelta e le proprie credenze mentre si trascurano altri dati e notizie che potrebbero generare un conflitto mentale. Questo fenomeno, chiamato "dissonanza cognitiva", si realizza nel momento in cui un individuo si rende conto che una sua opinione o credenza è errata. Gli individui cercano di ridurre il più possibile il verificarsi di questo conflitto.

1.3.5 Altri *bias* rilevanti nelle scelte di investimento

La letteratura ha portato alla luce decine di anomalie comportamentali messe in atto dagli individui. In questo paragrafo sono state approfondite alcune delle più rilevanti e impattanti in materia di decisioni di investimento. Ciononostante, si segnala la presenza di molti altri *bias* che hanno un effetto concreto sui portafogli di investimento. In questa sezione verranno sinteticamente esposti alcuni di questi, al fine di delineare un quadro più completo delle anomalie che contraddistinguono i comportamenti degli investitori.

Tra questi è importante menzionare il *confirmation bias*, il quale si riferisce alla circostanza in cui l'individuo dà rilevanza alle informazioni che confermano il suo punto di vista e svaluta invece ciò che contraddice con le sue opinioni (Pompian e Wood, 2006). In altre parole, questa anomalia cognitiva si esplicita come la tendenza umana di autoconvincersi delle proprie credenze. La conseguenza di questa anomalia è che non viene data la giusta importanza a tutte le informazioni che si

hanno a disposizione. Questo *bias* viene impiegato dalla mente umana al fine di evitare il dispiacere derivante dalla dissonanza cognitiva (v. supra). Nel momento in cui si verifica tale dissonanza, l'individuo potrebbe essere spinto a continuare a portare avanti scelte errate al fine di evitare di dover ammettere lo sbaglio compiuto (Legrenzi e Arielli, 2005).

Un'altra anomalia comportamentale di tipo cognitivo molto diffusa è l'*hindsight bias*, conosciuto anche come "giudizio retrospettivo o "senno del poi", la quale implica che l'individuo tende *ex post* a sovrastimare la capacità di prevedere un certo evento *ex ante* (Rumiati, 1990). Coloro che sono soggetti a questo *bias* tendono a ricostruire gli accadimenti passati in maniera deterministica, sottovalutando quindi altri eventi che non si sono realizzati. Nei mercati finanziari il giudizio retrospettivo è molto frequente e si materializza nel momento in cui, dopo il verificarsi di un evento grave e impattante (come una crisi finanziaria o il fallimento di una società), gli individui ritengono che tale evento fosse più prevedibile a priori di quanto lo fosse nella realtà.

Un *bias* emozionale rilevante è l'*endowment effect*, ossia l'"effetto dotazione", il quale presuppone che gli individui attribuiscono un valore diverso alle cose in base al fatto se le possiedono o meno. Nello specifico, le persone soggette a questo *bias* attribuiscono un valore maggiore ai beni che possiedono rispetto ai beni che non possiedono. Ciò contrasta con la teoria economica classica, secondo la quale la disponibilità a pagare un bene e la disponibilità a vendere lo stesso dovrebbero corrispondere. Questa anomalia insorge dal fatto che il possesso stesso attribuisce al bene un valore maggiore. Inoltre, il dispiacere provocato dalla vendita del bene risulta maggiore del piacere causato dal suo acquisto, coerentemente con quanto stabilito dalla *Prospect Theory* elaborata da Kahneman e Tversky (1979), secondo la quale gli individui valutano i potenziali guadagni e le potenziali perdite in modo differente. Nei mercati finanziari questa anomalia si manifesta nel momento in cui un individuo inserisce un titolo in portafoglio e successivamente fatica a venderlo a causa di questo effetto "possesso".

Un'altra importante anomalia cognitiva che merita di essere citata è il cosiddetto *framing effect* o "effetto inquadramento" (Kahneman e Tversky, 1979). Questo effetto induce gli individui a compiere scelte differenti in base a come viene posto il problema di scelta. L'inquadramento di una questione può essere fatto ricorrendo a diversi metodi: focalizzando l'attenzione solo su alcune sfaccettature del problema, utilizzando una tipologia di comunicazione fuorviante, presentando un quadro incompleto della situazione. Questa circostanza, fornendo una rappresentazione semplicistica o non veritiera della realtà, causa confusione nell'individuo che deve scegliere. Quest'ultimo sarà propenso ad impiegare i filtri cognitivi per elaborare le informazioni fornite e sarà indotto a valutare il problema scomponendolo in parti elementari ed analizzandone solo le parti che più ritiene rilevanti. In base all'inquadramento adottato, l'individuo scopone il problema in parti distinte e di conseguenza giunge a risposte finali diverse. L'effetto *framing* ha implicazioni concrete e rilevanti per gli investitori, le cui scelte sono giocoforza influenzate dall'inquadramento mediante il quale ricevono le informazioni necessarie per decidere. Da tale effetto deriva il *narrow framing*, che indica l'attitudine delle persone ad avere una visione eccessivamente ristretta della realtà e lo *short-term bias*, ossia l'eccessiva focalizzazione nel breve termine a discapito del lungo termine (Linciano, 2010).

Nel contesto finanziario, il *narrow framing* e lo *short-term bias* possono essere ricondotti alla circostanza in cui gli investitori si focalizzano eccessivamente sulle fluttuazioni dei prezzi di breve periodo e tralasciano i potenziali guadagni ottenibili investendo a lungo termine. Questo fenomeno, conosciuto come *myopic loss aversion*, è stato ricollegato da Benartzi e Thaler (1995) all'avversione alle perdite (*loss aversion*) manifestata dagli investitori e dall'eccessiva frequenza da essi impiegata nel valutare l'andamento dei propri investimenti. I due studiosi hanno infatti dimostrato che a prescindere dall'orizzonte temporale dell'investimento il suo andamento viene valutato con cadenza almeno annuale. Se l'investitore è avverso alle perdite, tanto maggiore è la frequenza di valutazione del portafoglio e tanto

minore sarà la sua propensione ad investire nel mercato azionario. Ciò deriva dal fatto che l'individuo vuole ridurre al minimo l'eventualità di osservare delle perdite nel momento in cui monitora l'andamento dei propri investimenti. Questa anomalia rappresenta una valida spiegazione al noto fenomeno dell'*equity premium puzzle*, secondo cui il premio per il rischio richiesto nel mercato azionario è eccessivamente alto rispetto a quello richiesto nel mercato obbligazionario se si paragonano le performance delle due *asset class* nel lungo periodo (Benartzi e Thaler, 1995). Nonostante l'avversione alle perdite rappresenti un errore di preferenza - difficilmente modificabile - la frequenza di valutazione del proprio portafoglio è una circostanza che può e dovrebbe essere corretta. Nel dettaglio, se l'andamento degli investimenti fosse controllato meno frequentemente sarebbe possibile cogliere maggiormente le opportunità offerte dal mercato azionario, tralasciandone l'ampia volatilità di breve termine.

Un'ulteriore *bias* è rappresentato dalla "contabilità mentale" (*mental accounting*), introdotto dall'economista Richard Thaler (1985), il quale si riferisce al processo cognitivo mediante il quale gli individui classificano il loro denaro. Nello specifico, essi tendono a suddividere le proprie finanze in diversi conti mentali (*mental accounts*), ciascuno dei quali viene valutato in modo differente. Questo processo contrasta con la teoria di fungibilità del denaro, secondo cui a tutta la moneta dovrebbe essere attribuito lo stesso valore, indipendentemente dalla fonte di provenienza o dall'impiego al quale è destinata. La teoria elaborata da Thaler (1985) sul tema della contabilità mentale è fondata sulla Teoria del Prospetto elaborata da Kahneman e Tversky (1979) e risulta anch'essa in contrasto con le teorie di finanza classica e l'ipotesi di razionalità degli individui.

Il *mental accounting* permette di comprendere il cosiddetto approccio piramidale impiegato dagli individui per classificare i propri investimenti, illustrato nella Figura 1.3. Nel dettaglio, il portafoglio di investimento viene articolato dall'investitore in vari livelli, ciascuno destinato al soddisfacimento di specifici bisogni e composto da diversi strumenti finanziari. Il livello più basso della piramide è volto a soddisfare il

bisogno di sicurezza dell'individuo e si compone di strumenti finanziari a basso rischio, come liquidità, conti deposito e titoli di Stato. I livelli successivi sono destinati a soddisfare aspirazioni sempre più ambiziose e si compongono di strumenti finanziari progressivamente più rischiosi. Ciascun livello della piramide viene associato ad uno specifico conto mentale e viene valutato dall'individuo in modo disgiunto (Shefrin, 2002).

Figura 1.3 Piramide stratificata degli investimenti



Fonte: Cervellati et al. (2013)

1.4 Misure volte a mitigare l'impatto degli errori comportamentali

Nei paragrafi precedenti di questo elaborato è stato messo in luce come le teorie di finanza classica non sono in grado di descrivere i comportamenti degli individui in maniera esaustiva; il filone comportamentale permette di rappresentare in modo migliore questi comportamenti, non sempre coerenti con l'ipotesi di razionalità di scelta. È ormai riconosciuto che i processi decisionali degli individui sono influenzati da filtri cognitivi (euristiche) dai quali scaturiscono dei pregiudizi di giudizio e di preferenza, detti *bias*, che portano a scelte non ottimali. Le euristiche e i *bias* più rilevanti nelle scelte di investimento sono stati presentati nel secondo paragrafo di questo capitolo. In questo terzo paragrafo verranno invece presentate alcune misure di *debiasing* individuate dagli studiosi di finanza comportamentale con lo scopo di limitare (se non eliminare) l'impatto delle anomalie comportamentali nelle scelte di investimento degli individui.

In letteratura si osservano due visioni contrapposte su come il regolatore dovrebbe cercare di ridurre l'impatto delle euristiche e dei *bias* nelle scelte di investimento. Un primo approccio, conosciuto come "paternalismo libertario" è stato teorizzato da Thaler e Sunstein (2003). I due studiosi ritengono che l'impatto dei *bias* potrebbe essere ridotto limitando le scelte attuabili dagli individui (ad esempio vietando la sottoscrizione di prodotti molto rischiosi) oppure influenzando le loro decisioni fissando un'opzione di scelta predefinita, che potrebbe essere modificata tramite richiesta esplicita. In questo contesto, il legislatore mette in atto delle strategie (chiamate pungoli o spinte gentili) che orientano le scelte degli individui, senza però vincolarle. Un esempio è rappresentato dall'adesione automatica dei lavoratori al fondo pensione. Tale misura permette al lavoratore di beneficiare in automatico dell'adesione al fondo, lasciando comunque allo stesso la libertà di disiscriversi. Diversi governi hanno implementato delle forme di paternalismo libertario con risultati controversi. Nonostante questo approccio possa apparire efficace nella mitigazione delle anomalie comportamentali, al tempo stesso risulta poco appetibile in quanto ciascun individuo può essere condizionato dai *bias* in modo differente e

applicare delle misure di *debiasing* uguali per tutti (*one-size-fits-all*) può rivelarsi inappropriato e penalizzante (Linciano, 2010). Inoltre, risulta bene tenere a mente che lo stesso soggetto che pone le limitazioni (in questo contesto il legislatore) potrebbe essere influenzato da errori di comportamento, come dimostrato da Choi e Pritchard (2003) per quanto riguarda la SEC, agenzia federale statunitense il cui ruolo è paragonabile a quello svolto dalla Consob in Italia.

Un secondo approccio è quello *anti-antipaternalistic* secondo il quale il regolatore dovrebbe intervenire cercando di limitare l'insorgere delle anomalie comportamentali e contenerne l'impatto senza dover restringere le scelte degli individui. Tra le leve attivabili secondo questo approccio troviamo l'implementazione di programmi di educazione finanziaria e una maggiore trasparenza informativa (*disclosure*) dei prodotti di investimento offerti agli individui. Di seguito verranno approfondite queste due misure che, unitamente alla consulenza finanziaria, rappresentano tre importanti leve attivabili per migliorare le scelte di investimento attuate dagli individui.

1.4.1 Educazione finanziaria

L'OCSE definisce l'educazione finanziaria come *"un processo attraverso il quale i consumatori, i risparmiatori e gli investitori migliorano le loro capacità di comprensione dei prodotti finanziari e dei concetti che ne sono alla base e attraverso istruzioni, informazioni, consigli sviluppano attitudini e conoscenze atte a comprendere i rischi e le opportunità di fare scelte informate, dove ricevere supporto o aiuto per realizzare tali scelte e quali azioni intraprendere per migliorare il proprio stato e il livello di protezione"*.⁶ Secondo gli studiosi di finanza comportamentale, essa rappresenta una misura utile sia al fine di innalzare la cultura finanziaria degli individui sia al fine di renderli consapevoli dei filtri cognitivi e degli errori comportamentali che influenzano le loro scelte (Linciano,

⁶ OCSE, G20 (2005).

https://www.oecd.org/finance/financial-education/G20_OECD_NSFinEd_Summary.pdf

2010). Per quanto riguarda il primo aspetto, diversi studi hanno dimostrato che i programmi di educazione finanziaria permettono di migliorare – almeno in parte – l’alfabetizzazione finanziaria degli individui. L’OCSE definisce quest’ultima come *“l’insieme di consapevolezza, conoscenze, competenze, atteggiamenti e comportamenti in materia finanziaria, necessari alla realizzazione di decisioni finanziarie valide e in definitiva al raggiungimento del benessere finanziario individuale”*.⁷ L’alfabetizzazione finanziaria rappresenta quindi l’insieme di competenze che possono essere apprese durante un processo di educazione finanziaria. Possedere delle conoscenze di base di economia e finanza permette agli individui di comprendere meglio la realtà e di gestire i propri soldi in modo più efficace. Risulta quindi importante attivare dei programmi di educazione finanziaria volti ad incrementare queste competenze, soprattutto in Italia, dove il livello di alfabetizzazione finanziaria risulta ancora oggi scarso.

Banca d’Italia effettua un monitoraggio sul livello di alfabetizzazione della popolazione italiana da diversi anni. Ciò viene fatto servendosi di un indicatore che aggrega tre dimensioni: conoscenze, comportamenti e atteggiamenti delle persone. La prima dimensione è volta a rilevare la familiarità dell’individuo con concetti finanziari di base come l’inflazione, i tassi di interesse e la diversificazione. La seconda dimensione analizza come gli individui gestiscono le proprie risorse finanziarie (obiettivi finanziari, programmazione delle spese e del risparmio, ...) e la terza dimensione individua l’attitudine al risparmio in ottica di lungo periodo. Nel 2023, l’indicatore di alfabetizzazione finanziaria degli adulti italiani, calcolato da Banca d’Italia, tenendo conto di queste dimensioni, è stato pari a 10,6 su una scala da 0 a 20. Ciò evidenzia un lieve miglioramento rispetto al 2020, quando l’alfabetizzazione finanziaria degli adulti in Italia era pari a 10,2.⁸ L’Italia non risulta

⁷ OCSE, PISA 2018 Assessment and Analytical Framework.

<https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/b25efab8-en.pdf?expires=1712074800&id=id&accname=guest&checksum=CBC40A395AD4DF4B3F20AA59192D1444>

⁸ Indagini sull’alfabetizzazione finanziaria e le competenze di finanza digitale in Italia: adulti – 2023.

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagini-alfabetizzazione/2023-indagini-alfabetizzazione/index.html>

però l'unico Paese in cui il livello di alfabetizzazione finanziaria è insufficiente. Infatti, Lusardi e Mitchell (2011) hanno evidenziato come solo un terzo della popolazione mondiale ha familiarità con i concetti economico-finanziari di base. Ciò comporta delle conseguenze di non poca importanza. Difatti, l'evidenza empirica dimostra che gli individui con una scarsa alfabetizzazione finanziaria sono più propensi a compiere scelte finanziarie inefficienti e sono poco consapevoli dei rischi finanziari che comportano le loro scelte. Al contrario, gli individui più alfabetizzati riducono le probabilità di andare in bancarotta e di avere debiti eccessivi nonché investono maggiormente in azioni e sono più preparati sul tema del pensionamento (Nicolini, 2017). Lusardi e Mitchell (2006) hanno dimostrato che i soggetti con un livello di educazione più elevato possiedono un'anche una maggiore alfabetizzazione finanziaria, però quest'ultima non deriva interamente dall'educazione ricevuta soggetto ma anche da altri fattori, come la motivazione e gli interessi personali. Anche Cavezzali, Gardenal e Rigoni (2012) ritengono che il ruolo dell'educazione finanziaria sia importante ma abbia un peso limitato nel migliorare l'alfabetizzazione finanziaria e le scelte di investimento degli individui. Inoltre, i tre studiosi hanno notato come i programmi di educazione finanziaria apportano benefici diversi a soggetti diversi. Nello specifico, gli individui con una migliore educazione di partenza ottengono dei benefici diretti, mentre i soggetti meno educati ottengono dei vantaggi indiretti. Essi ritengono che l'educazione finanziaria dovrebbe essere integrata con il supporto di un consulente finanziario, il quale permette di colmare le lacune di materia dell'individuo.

Con riguardo al ruolo dell'educazione finanziaria nel mitigare gli impatti delle anomalie comportamentali nelle scelte di investimento, sono state proposte in letteratura diverse tecniche di correzione (*debiasing*) delle stesse. Tra queste, Fischhoff (1982) propose diverse tecniche di *debiasing* che possono essere impiegate singolarmente o congiuntamente. Le misure correttive ideate furono: (i) l'avviso (*warning*), che rappresenta una segnalazione che viene inoltrata al soggetto nel momento in cui si trova in una circostanza di errore, (ii) il riscontro (*feedback*), il quale

presenta al soggetto le conseguenze della scelta effettuata nel suo caso specifico, e (iii) l'addestramento (*training* o *learning-by-doing*), il quale presuppone di far applicare al soggetto un comportamento corretto in più occasioni. La ricerca empirica non dimostra univocamente l'efficacia di queste tecniche e il processo di apprendimento più efficace risulta il *learning by doing*, ossia quello derivante dall'esperienza diretta (Weber e Welfens, 2006). Altre tecniche proposte sono: la sospensione della decisione (*cooling-off*), il ragionamento controfattuale (*consider-the-opposite*) e l'obbligo di rendere conto delle scelte compiute (*accountability*). La letteratura esistente non fornisce comunque argomentazioni sufficientemente robuste al fine di confermare l'efficacia di queste tecniche per ridurre l'impatto dei filtri cognitivi e degli errori comportamentali.

1.4.2 Trasparenza informativa

Le teorie finanziarie classiche si basano sull'assunto che gli individui siano in grado di raccogliere ed elaborare tutte le informazioni disponibili e di rivedere le loro aspettative integrando tutte le nuove informazioni ricevute. La finanza comportamentale ha invece dimostrato che gli individui sono in grado di raccogliere ed elaborare informazioni in modo limitato; inoltre, il processo decisionale viene distorto da filtri cognitivi ed errori comportamentali.

In questo contesto, la trasparenza informativa rappresenta un importante strumento a disposizione dei regolatori che può essere impiegato al fine di ridurre l'asimmetria informativa tra gli investitori, gli operatori finanziari e i produttori di strumenti finanziari. Ciononostante, diversi studi hanno dimostrato che una migliore *disclosure* non conduce necessariamente a compiere scelte migliori. Ad esempio, alcune ricerche hanno dimostrato come troppe informazioni a disposizione possono portare a trascurare i dati rilevanti del problema e non conducono necessariamente a decisioni più razionali (Kruschke e Johansen, 1999). Inoltre, l'eccesso di informazioni a disposizione (*information overload*) può portare a rafforzare i *bias* dell'individuo, come dimostrato da Guiso e Jappelli (2006) nel contesto italiano. Nello specifico, i *trader* che dedicavano più tempo a raccogliere informazioni erano quelli che movimentavano

più frequentemente il portafoglio e conseguentemente ottenevano performance peggiori rispetto alla media. Altri studi, come quello di Linciano et al. (2017), hanno evidenziato che la modalità con cui l'informazione viene presentata influenza il rischio percepito dagli individui e modifica le scelte compiute. Ciò dimostra la sensibilità degli investitori al cosiddetto effetto *framing*, già presentato nel precedente paragrafo. La modalità più efficace per presentare le informazioni risulta la rappresentazione tramite grafici, la quale permette agli individui di sviluppare giudizi più accurati. Al tempo stesso tale modalità di rappresentazione è quella che più si presta alla manipolazione dei dati, con la conseguenza che si rende possibile l'alterazione del fenomeno rappresentato (Linciano, 2010).

Alla luce di queste evidenze, è necessario che a livello regolamentare sia potenziata la trasparenza informativa, al fine di limitare le possibili distorsioni di scelta. Al tempo stesso, questa misura risulta necessaria ma non sufficiente per correggere le anomalie comportamentali degli investitori. Risulta utile a tal fine integrare la disclosure con dei programmi di educazione finanziaria - e nello specifico di educazione "comportamentale" - e in tale contesto può giocare un ruolo chiave l'interlocuzione con un consulente finanziario, il quale può aiutare l'investitore ad orientarsi correttamente ai mercati finanziari e a compiere scelte di investimento coerenti con i propri obiettivi.

1.4.3 Consulenza finanziaria

Già nel 1998 Kahneman e Riepe riconobbero il ruolo che la consulenza in materia d'investimenti poteva svolgere nel limitare il divario tra scelte ottimali presentate dalla teoria finanziaria classica e scelte effettivamente compiute dagli investitori, influenzate da euristiche e *bias*. I due studiosi definirono la consulenza come "*l'attività prescrittiva il cui obiettivo principale consiste nel guidare gli investitori nel processo decisionale nel loro miglior interesse*", ossia quell'attività in grado di colmare le lacune tra teorie normative e teorie descrittive, tramite la formulazione di consigli pratici volti a migliorare le scelte finanziarie degli individui.

Il consulente finanziario rappresenta quella figura in grado di assistere l'investitore nel processo di investimento, aiutandolo ad analizzare le informazioni in modo corretto e educandolo ai concetti finanziari di base e alle trappole comportamentali che potrebbero deviare le sue scelte da quelle ottimali. Tale figura può svolgere un ruolo cruciale nell'incrementare il benessere complessivo delle persone, grazie al compimento di scelte finanziarie migliori e più consapevoli, anche fornendo un supporto emotivo nonché educativo durante il rapporto di consulenza. Per queste ragioni, nel prosieguo di questo elaborato verrà approfondita questa figura, il ruolo che essa svolge nel mitigare l'impatto dei *bias* comportamentali nonché nel comprendere appieno le esigenze del cliente, che vanno oltre la sola redditività del portafoglio di investimento.

Capitolo 2. La consulenza in materia di investimenti

La figura professionale del consulente finanziario riveste un ruolo di primaria importanza alla luce della sempre maggiore complessità dei mercati finanziari e della scarsa alfabetizzazione finanziaria posseduta dagli individui, soprattutto nel contesto italiano, dove il livello di cultura finanziaria è tra i più bassi rilevati con riguardo ai Paesi OCSE.⁹ In aggiunta, nel primo capitolo di questo elaborato, è stato messo in evidenza il fatto che gli investitori attuano delle decisioni finanziarie incoerenti con la teoria finanziaria classica e con l'ipotesi di razionalità degli individui. Difatti, essi sono influenzati da diverse anomalie comportamentali, che possono avere origine cognitiva oppure emotiva. Nel concreto, gli investitori tendono a sopravvalutare le proprie conoscenze e le proprie capacità, le loro decisioni finanziarie vengono influenzate dall'emotività anziché da valutazioni oggettive e i loro portafogli di investimento sono generalmente poco diversificati e sono costruiti senza una strategia di fondo.

In questo contesto, il consulente finanziario, tramite le sue conoscenze tecniche, la sua esperienza e le sue doti relazionali, può porsi come interlocutore tra il cliente e il mercato finanziario. La consulenza in materia di investimenti rappresenta quindi un mezzo mediante il quale è possibile contribuire a migliorare le scelte di investimento degli individui. Il miglioramento può derivare dalla costruzione di portafogli di investimento più efficienti, dal costante processo di educazione finanziaria svolto dal consulente - finalizzato a rendere il cliente edotto circa i concetti finanziari di base o avanzati - nonché da un processo di educazione "comportamentale" - volto a sensibilizzare il cliente circa l'influenza dei *bias* e delle euristiche nelle sue scelte e cercando di mitigarne l'impatto nelle sue decisioni finanziarie. Per svolgere al meglio queste funzioni è essenziale che il rapporto di consulenza in materia di investimenti sia basato su un solito rapporto di fiducia tra cliente e consulente.

⁹ <https://economiepertutti.bancaditalia.it/notizie/alfabetizzazione-finanziaria-come-nasce-il-divario-di-genere/#:~:text=Secondo%20il%20rapporto%20diffuso%20dall,scala%20da%200%20a%2020.>

Nel primo paragrafo di questo capitolo verrà approfondita l'evoluzione normativa di questa figura professionale, partendo dalla prima legge italiana volta a disciplinare questa figura, la legge n.1 del 1991, e arrivando alla regolamentazione europea, ad oggi poggiata sulla direttiva MiFID II. Successivamente, nel secondo paragrafo, verranno analizzate le diverse modalità mediante le quali è possibile prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti. In dettaglio, verranno discussi i tratti caratteristici di: consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, consulenti finanziari autonomi e società di consulenza finanziaria (SCF). In aggiunta, verrà toccato il tema della consulenza finanziaria ibrida e verranno analizzati i conflitti d'interesse che caratterizzano questa professione. In seguito, nel terzo paragrafo, verranno analizzate ed approfondite le funzioni attribuite dalla letteratura economica a questa figura professionale. Al di là del ruolo tecnico, – che non verrà investigato in questo elaborato e sarà invece considerato come un prerequisito imprescindibile allo svolgimento della professione – al consulente finanziario sono stati attribuiti diversi ruoli. Innanzitutto, verrà evidenziato come questa figura professionale non sia generalmente in grado migliorare le *performance* finanziarie degli investitori. Al tempo stesso, verranno messi in luce diversi altri ruoli svolti che generano un forte impatto positivo da un punto di vista non monetario. Tra questi, verranno approfonditi il ruolo educativo, il ruolo “comportamentale” e il ruolo fiduciario. Queste funzioni sono in grado di apportare notevoli benefici non monetari al cliente, i quali superano di gran lunga i mancati benefici monetari, e permettono a questa figura professionale di continuare ad essere molto richiesta come supporto dagli investitori. Nell'ultimo paragrafo di questo capitolo verrà infine presentato un approccio comportamentale alla prestazione del servizio di consulenza, il quale aggrega quanto presentato nel primo capitolo circa il comportamento “irrazionale” degli investitori e i benefici derivanti dal supporto offerto dai consulenti finanziari, presentati in questo secondo capitolo.

2.1 Excursus normativo: dalla legge n.1 del 1991 ad oggi

La disciplina della consulenza in materia di investimenti ha subito diverse modifiche nel corso del tempo. Per quanto concerne il contesto italiano, possiamo ricondurre le basi dell'attuale disciplina al 1991, quando è stata promulgata la legge n. 1 del 2 gennaio 1991 - conosciuta come "legge Sim" - la quale ha posto la "consulenza in materia di valori mobiliari" tra le attività di intermediazione mobiliare. Nello specifico, l'esercizio di tale attività in modo professionale e nei confronti del pubblico è stato riservato alle società di intermediazione mobiliare (Sim) e ad altri intermediari autorizzati, quali banche, agenti di cambio e società fiduciarie. Inoltre, nell'articolo 5 di tale legge è stata disciplinata la figura del promotore finanziario, inteso come "*...chi, in qualità di dipendente, agente o mandatario, esercita professionalmente l'attività di cui al comma 1*", ossia l'offerta dei servizi dell'intermediario abilitato "*effettuata in luogo diverso dalla propria sede sociale o dalle proprie sedi secondarie*". La stessa legge ha esplicitato dei principi di comportamento da rispettare per tutti i soggetti autorizzati nell'espletamento delle attività di intermediazione mobiliare, e quindi anche nella prestazione del servizio di consulenza in materia di valori mobiliari. Precisamente, nell'articolo 6, il legislatore ha affermato che tali soggetti "*devono comportarsi con diligenza, correttezza e professionalità nella cura dell'interesse del cliente*". Questa legge ha inoltre istituito l'Albo unico nazionale dei promotori di servizi finanziari presso la Consob, al fine di regolamentare e monitorare l'attività svolta dai professionisti che prestavano il servizio di consulenza in materia di valori mobiliari.

Solo alcuni anni dopo, nel 1993, la Comunità Europea ha emanato la direttiva 1993/22/CE - conosciuta come *Investment Service Directive (ISD)* - la quale, andando in una direzione opposta rispetto al legislatore italiano, ha annoverato la consulenza in materia di valori mobiliari tra le attività accessorie e non tra le attività sottoposte a riserva di legge. Questa direttiva è stata recepita in Italia tramite il D.lgs. n. 415 del 23 luglio 1996 - conosciuto come "decreto Eurosim" - e ha comportato, per l'appunto, la derubricazione dell'attività di consulenza da attività sottoposta a riserva di legge a servizio accessorio. Tale attività ha subito anche un cambio di denominazione in

“consulenza in materia di servizi finanziari”. L’esito di questa nuova disciplina è stata la liberalizzazione dell’esercizio dell’attività di consulenza finanziaria: essa non era più un’attività che poteva essere svolta esclusivamente degli intermediari autorizzati, ma poteva d’ora in avanti essere svolta da chiunque. Ragione per cui in tale periodo storico sono apparsi i primi consulenti finanziari “indipendenti”: soggetti che offrivano il servizio di consulenza senza essere legati da un contratto di rappresentanza con un soggetto autorizzato e i quali venivano retribuiti tramite parcella pagata direttamente dal cliente che otteneva la prestazione professionale (Rossi, 2017).

Nel medesimo periodo storico è stato emanato anche il D.lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998 – conosciuto come Testo Unico della Finanza (TUF) o “legge Draghi” – il quale ha avuto l’obiettivo di unificare in un unico *corpus* normativo il diritto dei mercati finanziari nell’ordinamento italiano. Nel TUF è stata mantenuta la stessa visione introdotta dal decreto Eurosim in materia di consulenza finanziaria, pur modificandone leggermente la definizione del servizio in “consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari”.

Ciononostante, né la normativa primaria né la normativa secondaria hanno delineato l’ambito oggettivo della consulenza in materia di investimenti. Alcuni chiarimenti sono stati forniti dalla Consob nel corso del tempo. Ad esempio, tramite la comunicazione n. DAL/97013052 del 17 dicembre 1997, tale autorità ha affermato che l’attività di consulenza “*consiste propriamente nella fornitura di indicazioni utili perché il cliente possa effettuare scelte di investimento in strumenti finanziari, avendo cura di consigliare al cliente medesimo le operazioni più adeguate in relazione alla sua situazione economica e ai suoi obiettivi di investimento*”. Inoltre, in una comunicazione successiva – n. DI/98080600 del 14 ottobre 1998 – la Consob ha delineato quattro elementi chiave che caratterizzavano l’attività di consulenza. In particolare, essi erano: (i) la personalizzazione del rapporto tra cliente e consulente, (ii) l’indipendenza strutturale del consulente rispetto agli investimenti consigliati, c.d. indipendenza soggettiva, (iii) l’inesistenza di limiti in capo al consulente circa gli investimenti consigliabili, c.d.

indipendenza oggettiva, e (iv) l'adeguata remunerazione del consulente da parte del cliente per il servizio prestato.

Per quanto riguarda l'attività svolta dai consulenti finanziari "indipendenti", è importante ricordare che né il decreto Eurosim né il TUF avevano previsto una regolamentazione e delle forme di vigilanza sull'attività da essi svolta. Tali soggetti poterono quindi operare liberamente, senza la necessità di dover rispettare alcuna normativa. Al contrario, gli intermediari autorizzati che prestavano il servizio di consulenza in materia di valori mobiliari, e i rispettivi promotori finanziari, erano tenuti a rispettare diversi obblighi normativi, come obblighi di trasparenza e di correttezza nei confronti della clientela. Tale differenza di trattamento tra consulenti finanziari "indipendenti" e soggetti autorizzati appariva priva di fondamento e non offriva pari tutela a tutti soggetti che ricevevano il servizio di consulenza (Rossi, 2017).

2.1.1 L'introduzione della direttiva MiFID I

Il legislatore europeo, nel 2004, tramite la direttiva 2004/39/CE - conosciuta come MiFID I - ha modificato le condizioni per l'esercizio dell'attività di consulenza finanziaria.¹⁰ Nello specifico, la direttiva MiFID I e la successiva direttiva attuativa 2006/73/CE, hanno cercato di offrire maggiori tutele ai risparmiatori passando da una visione di consulenza come vendita di un prodotto a una di vendita di un servizio. Questa direttiva ha introdotto importanti novità. Innanzitutto, l'attività di consulenza in materia di investimenti è stata ricompresa all'interno dei servizi e delle attività di investimento sottoposte a riserva di legge. La dicitura "consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari" è stata quindi semplificata in "consulenza in materia di investimenti". Per giunta, la direttiva MiFID I ne ha offerto finalmente una definizione, riportata nel TUF come "*prestazione di raccomandazioni*

¹⁰ La direttiva MiFID I è stata recepita in Italia tramite il D.lgs. n. 164 del 17 settembre 2017, il quale ha condotto a significative modifiche del TUF e alla pubblicazione del Regolamento Intermediari da parte della Consob, con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007.

personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari". Questa descrizione permette di comprendere alcuni degli aspetti salienti dell'attività di consulenza. Innanzitutto, è fondamentale la personalizzazione delle raccomandazioni prestate al cliente. Ne consegue che le raccomandazioni di tipo generico o rivolte ad una massa indistinta di persone, non essendo personalizzate, non sono ricomprese all'interno dell'attività di consulenza in materia di investimenti, come specificato dall'articolo 52 della direttiva 2006/73/CE, il quale afferma che *"una raccomandazione non è una raccomandazione personalizzata, se viene diffusa esclusivamente tramite canali di distribuzione o se è destinata al pubblico"*. Un ulteriore requisito è quello della bilateralità del rapporto tra consulente e (potenziale) cliente. In questo contesto, si riconosce un andamento biunivoco dell'attività, ossia la raccomandazione può essere formulata su richiesta del cliente ma anche su proposta del consulente. In aggiunta, l'oggetto delle raccomandazioni deve essere rappresentato da operazioni in uno o più strumenti finanziari, categorizzate nel medesimo articolo 52 della direttiva 2006/73/CE in:

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

Al di là della personalizzazione della raccomandazione, era quindi essenziale che essa riguardasse degli strumenti finanziari specificatamente individuati e non la generalità degli stessi. Questo principio viene chiaramente esplicitato nel considerando n. 81 della direttiva attuativa della MiFID I, dove si afferma che *"la consulenza in materia di investimenti è limitata alla consulenza in merito a determinati strumenti finanziari"*. Quindi, se l'oggetto della raccomandazione è una categoria generica di strumenti finanziari, non si tratta di consulenza in materia di investimenti

ma bensì di consulenza generica, e come tale rappresenta un servizio accessorio non sottoposto a riserva di legge.

Al fine di migliorare la trasparenza informativa e offrire maggiore tutela agli investitori, la direttiva MiFID I ha inoltre aggravato gli obblighi in materia di conflitti d'interesse in capo ai soggetti abilitati che prestano, oltre al servizio di consulenza, altri servizi di investimento.¹¹ In aggiunta, sono state imposte delle regole di comportamento più scrupolose,¹² imponendo agli intermediari autorizzati di acquisire maggiori informazioni dai clienti al fine di formulare dei giudizi di adeguatezza migliori e al fine di potenziare il servizio di consulenza offerto. Nello specifico, la raccomandazione proposta dal consulente doveva essere *adeguata* al cliente, tenuto conto delle sue caratteristiche e delle informazioni che egli era tenuto a fornire secondo quanto disposto dall'articolo 19 della Direttiva MiFID I, comma 4, dove si è affermato: *“quando effettua consulenza in materia di investimenti o gestione di portafoglio, l'impresa di investimento ottiene le informazioni necessarie in merito alle conoscenze e esperienze del cliente o potenziale cliente, in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio, alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento per essere in grado di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente o al potenziale cliente”*.

In aggiunta, la direttiva MiFID ha richiesto ai soggetti abilitati di suddividere la propria clientela in tre distinte categorie: clienti al dettaglio (*retail*), clienti professionali e controparti qualificate. Tale suddivisione è stata funzionale a identificare il grado di tutela destinato all'investitore: ogni cliente ha il diritto di ottenere informazioni sufficienti per compiere delle decisioni di investimento consapevoli e, al tempo stesso, deve essere garantita una tutela maggiore per i clienti al dettaglio, i quali vengono considerati contraenti più deboli rispetto a quelli appartenenti alle altre due categorie.

¹¹ Articolo 18, MiFID I.

¹² Articolo 19, MiFID I.

Questa direttiva ha permesso di valorizzare appieno il servizio di consulenza in materia d'investimenti, rendendolo autonomo dagli altri servizi e dalle altre attività prestate dagli intermediari finanziari. Ciò alla luce del fatto che tale servizio offre un alto valore aggiunto ai soggetti che lo ricevono e dall'incidenza che tale attività riveste nelle scelte di investimento delle persone (Assiom Forex, 2014).

2.1.2 Il contesto normativo alla luce della direttiva MiFID II

L'assetto normativo originato dalla direttiva MiFID I era volto a stabilizzare ed uniformare i mercati finanziari europei. Con lo scoppio della crisi finanziaria globale nel 2008 sono però emerse diverse lacune in capo a tale assetto e si è compresa la necessità di dover offrire maggiore tutela ai risparmiatori e agli investitori, considerando la continua evoluzione e complessità dei mercati finanziari nonché di una sempre maggiore partecipazione agli stessi da parte di investitori al dettaglio. Da ciò è derivata la realizzazione della direttiva 2014/65/CE – conosciuta come MiFID II¹³ – e del regolamento n. 600/2014/EU – noto come MiFIR.¹⁴ La direttiva MiFID II ha posto regole più stringenti in merito all'adeguatezza richiesta nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti. Nello specifico, l'articolo 25, comma 2, ha imposto alle imprese di investimento di ottenere *“le informazioni necessarie in merito alle conoscenze ed esperienze del cliente o potenziale cliente in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio, alla sua situazione finanziaria, tra cui la capacità di tale persona di sostenere perdite e ai suoi obiettivi di investimento, inclusa la sua tolleranza al rischio, per essere in grado di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari che siano adeguati al cliente o al potenziale cliente e siano in particolare adeguati in funzione della sua tolleranza al rischio e della sua capacità di sostenere perdite”*. Rispetto a quanto previsto dalla Direttiva MiFID I – nell'articolo 19, comma 4 – la rilevazione della tolleranza al rischio e la capacità di sostenere perdite

¹³ La direttiva MiFID II è stata recepita in Italia tramite il D.lgs. n. 129 del 3 agosto 2017 e la modifica del Regolamento Intermediari, con delibera Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018.

¹⁴ Il regolamento MiFIR si è occupato di migliorare la trasparenza e l'efficienza dei mercati finanziari, nonché di favorire la protezione degli investitori. Esso non verrà ulteriormente approfondito in questo elaborato.

rappresentano due elementi di novità.¹⁵ Inoltre, nel comma 6 del medesimo articolo, si afferma che: *“Quando prestano servizi di consulenza in materia di investimenti, le imprese di investimento forniscono ai clienti su supporto durevole, prima di effettuare la transazione, una dichiarazione di adeguatezza che specifichi la consulenza prestata e indichi perché corrisponda alle preferenze, agli obiettivi e alle altre caratteristiche del cliente al dettaglio.”* Gli intermediari autorizzati devono quindi essere in grado di giustificare l’adeguatezza dei servizi di consulenza prestati. In aggiunta, il consulente finanziario è tenuto ad offrire un’informativa più dettagliata al cliente, come indicato nell’articolo 24, comma 4: *“ai clienti o potenziali clienti sono fornite tempestivamente informazioni appropriate sull’impresa di investimento e i relativi servizi, gli strumenti finanziari e le strategie di investimento proposte, le sedi di esecuzione e tutti i costi e oneri relativi”*.

Tale direttiva ha inoltre introdotto un nuovo assetto alla base del servizio di consulenza, descritto come “a geometria variabile”, il cui scopo è stato di innalzare la tutela nei confronti degli investitori e al tempo stesso di lasciare autonomia e libertà di differenziazione ai soggetti che prestano il servizio di consulenza (Civale, 2015). In particolare, è stata eliminata la figura del promotore finanziario ed è stata introdotta una bipartizione tra consulenti finanziari “abilitati all’offerta fuori sede” e consulenti finanziari “autonomi”. Questi ultimi si devono impegnare ad offrire un servizio di consulenza su base indipendente. Non si tratta peraltro di servizi distinti, bensì del medesimo servizio offerto in modalità e con caratteristiche differenti. Entrambe le figure fanno capo ad un Albo unico dei consulenti finanziari,¹⁶ sottoposto alla vigilanza e alla tenuta di un apposito organismo (OCF). L’attività di consulenza può essere esercitata anche dai dipendenti degli intermediari finanziari autorizzati a prestare il servizio, senza la necessità di iscrizione all’albo, a condizione che l’attività sia svolta in sede.

¹⁵ Il concetto di tolleranza al rischio verrà approfondito ed analizzato nel terzo capitolo di questo elaborato.

¹⁶ Questo albo è il risultato della trasformazione dell’Albo unico nazionale dei promotori di servizi finanziari, istituito dalla Legge Sim del 1991.

La direttiva MiFID II ha inoltre accentuato la distinzione tra servizi di investimento a valore aggiunto, quali consulenza e gestione individuale di portafoglio, e servizi esecutivi, come collocamento, ricezione e trasmissione di ordini. Ad oggi, le imprese di investimento possono offrire ai propri clienti i servizi a valore aggiunto solo dopo aver compiuto un'adeguata valutazione della congruità delle caratteristiche del cliente con il servizio offerto; va compiuta una cosiddetta "valutazione di adeguatezza". Per quanto riguarda tutti gli altri servizi e attività di investimento, essi possono essere forniti dal soggetto autorizzato senza la necessità di compiere una verifica di adeguatezza ma è sufficiente una "verifica di appropriatezza", ossia un controllo meno invasivo volto semplicemente a verificare la conoscenza e l'esperienza del soggetto circa il servizio o lo strumento richiesto. Infine, è stato circoscritto un limitato insieme di operazioni per le quali è previsto un regime di esenzione da tali valutazioni. Si tratta dei cosiddetti servizi di mera esecuzione di ordini (*execution only*) e in questo contesto l'intermediario è tenuto solamente ad avvisare il cliente della mancanza di tutela (Greco e Miorelli, 2022). L'insieme di prodotti per i quali vige questa disciplina è stato fortemente limitato dalla direttiva MiFID II rispetto a quanto previsto dalla previgente direttiva, al fine di garantire una maggior tutela ai clienti (Bonante e Gallicchio, 2014).

Nel complesso, la direttiva MiFID II, e le numerose altre normative di contorno, hanno favorito l'armonizzazione del mercato finanziario europeo e ampliato le tutele nei confronti degli investitori. Ciononostante, a partire dal 2020 il legislatore europeo ha iniziato un processo di revisione della Direttiva MiFID II e del Regolamento MiFIR - *Public consultation on the review of the MiFID II/MiFIR regulatory framework* - con lo scopo innalzare ulteriormente il livello di trasparenza nei confronti degli investitori, incentivarne la partecipazione al mercato dei capitali e identificare le loro preferenze in tema di sostenibilità. L'obiettivo finale di tale revisione sarà la realizzazione di un nuovo corpo normativo, ossia una MiFID III.

2.2 Tipologie di consulenti finanziari

Come già accennato, la direttiva MiFID II ha introdotto un nuovo assetto alla prestazione del servizio di consulenza, potendo essa sostanzialmente con modalità e caratteristiche differenti, al fine di offrire una maggiore differenziazione ai soggetti che prestano il servizio e al tempo stesso maggiore tutela per gli investitori. Nel contesto italiano, il recepimento di questa direttiva è avvenuto tramite la legge n. 208 del 2015 (Legge di stabilità 2016), la quale ha condotto alla modifica del Regolamento Intermediari (n. 16190 del 2007) e del Regolamento Consulenti (n. 17130 del 2010), e alla modifica del TUF (D.lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998).

Nello specifico, l'articolo 18 del TUF ha mantenuto la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti nel novero delle attività esercitabili esclusivamente da soggetti autorizzati, quali banche, Sim, Sgr ed altre imprese di investimento. Per l'esercizio dell'attività di consulenza, suddetti soggetti (di seguito indicati come soggetti autorizzati o abilitati) possono avvalersi dei propri dipendenti, in filiale, e di consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, per l'esercizio dell'attività al di fuori della propria sede legale e delle proprie succursali. In aggiunta, gli articoli 18-bis e 18-ter del TUF hanno consentito anche a persone fisiche e giuridiche diverse da queste figure, che rispettano determinati requisiti, di prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti (ma non anche gli altri servizi e attività di investimento). Tali soggetti sono stati denominati rispettivamente consulenti finanziari autonomi e società di consulenza finanziaria (SCF). Le SCF, per l'esercizio dell'attività di consulenza, possono avvalersi esclusivamente di consulenti finanziari autonomi. Queste figure si differenziano dai finanziari abilitati all'offerta fuori sede sia per i requisiti da possedere per l'esercizio della propria attività sia per le regole di comportamento che sono tenute a rispettare, nonché per le modalità di remunerazione.

Sebbene siano presenti delle prassi distinte per svolgere del servizio di consulenza in materia di investimenti, tutte e tre le figure fanno capo ad un unico albo: l'Albo unico dei consulenti finanziari. Ciò ha voluto rimarcare l'unitarietà del servizio prestato e

l'importanza riconosciuta allo stesso. Difatti, tutti i consulenti finanziari che prestano il servizio di consulenza sono tenuti a rispettare dei principi di base – di correttezza, trasparenza, responsabilità – essenziali per assicurare che il servizio offerto sia in grado di supportare il cliente nel compimento di scelte di investimento consapevoli e adeguate alle sue caratteristiche. Il supporto offerto dai consulenti assume ancor più rilievo alla luce delle anomalie comportamentali – presentate nel primo capitolo di questo elaborato – che influenzano le scelte di investimento compiute dagli investitori.

Nelle prossime sezioni verranno approfonditi i tratti caratteristici delle diverse tipologie di consulenti finanziari ad oggi disciplinati nell'ordinamento italiano, evidenziandone aspetti comuni e divergenze.

2.2.1 Consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede

La figura del consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede (*ex* promotore finanziario) è stata introdotta nell'ordinamento italiano tramite la legge Sim del 1991 e ad oggi viene disciplinata dal TUF, nel quale all'articolo 1, comma 5-septies.3 si afferma che *“per consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede si intende la persona fisica iscritta nell'apposita sezione dell'albo previsto dall'articolo 31, comma 4, del presente decreto che, in qualità di agente collegato, esercita professionalmente l'offerta fuori sede come dipendente, agente o mandatario.”* Il comma 5-septies.2 definisce agente collegato *“la persona fisica o giuridica che, sotto la piena e incondizionata responsabilità di una sola impresa di investimento per conto della quale opera, promuove servizi di investimento e/o servizi accessori presso clienti o potenziali clienti, riceve e trasmette le istruzioni o gli ordini dei clienti riguardanti servizi di investimento o strumenti finanziari, colloca strumenti finanziari o presta consulenza ai clienti o potenziali clienti rispetto a detti strumenti o servizi finanziari.”* Nell'articolo 30, comma 1, della stessa normativa viene inoltre delineato cosa si intende per offerta fuori sede. Nello specifico, si afferma che: *“Per offerta fuori sede si intendono la promozione e il collocamento presso il pubblico:*

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

La disciplina contenuta nel TUF ci permette quindi di delineare appieno i connotati di questa figura. Essa è rappresentata da una persona fisica, iscritta in un apposito albo, che esercita professionalmente l'attività di offerta fuori sede per conto di un unico soggetto autorizzato a prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti. Il suo incarico può concretizzarsi tramite un contratto di lavoro subordinato, un contratto di agenzia oppure tramite un mandato. Il consulente abilitato all'offerta fuori sede può, oltre al servizio di consulenza in materia di investimento, offrire tutti gli altri servizi e attività di investimento e i servizi accessori, inclusa la promozione e il collocamento degli stessi. Questa figura non può detenere denaro e/o strumenti finanziari dei clienti o potenziali clienti, al fine di garantire una maggiore tutela nei confronti degli stessi.¹⁷ Per svolgere l'attività di consulenza in materia di investimenti, il consulente è tenuto ad iscriversi in un'apposita sezione dell'Albo dei consulenti finanziari tenuto e vigilato dall'OCF. Per fare ciò, esso è tenuto a rispettare dei requisiti di onorabilità e professionalità determinati dal Ministro dell'economia e delle finanze. I requisiti di professionalità vengono accertati tramite una prova valutativa indetta dallo stesso OCF ovvero da una dimostrabile pregressa esperienza professionale; inoltre viene richiesto il possesso di almeno un diploma di istruzione superiore. I requisiti di onorabilità consistono invece nell'assenza di situazioni impeditive o incompatibili con l'attività svolta, indicate nell'articolo 157 del Regolamento Intermediari Consob del 2018. Nello stesso regolamento, sono indicate delle regole generali di comportamento che questa tipologia di consulenti è tenuta a rispettare, nello specifico si afferma che essi

¹⁷ Articolo 31, comma 2-bis, TUF.

“devono comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza” e “sono tenuti a mantenere la riservatezza sulle informazioni acquisite dai clienti o dai potenziali clienti o di cui comunque dispongano in ragione della propria attività”, salvo eccezioni. I soggetti abilitati che si avvalgono di consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede per prestare i propri servizi sono tenuti a verificare che questi ultimi possiedano le conoscenze e competenze adeguate al fine di prestare il servizio di consulenza e le altre attività accessorie.¹⁸ Inoltre, i soggetti abilitati sono responsabili in solido dei danni arrecati a terzi dai propri consulenti finanziari, anche nel caso di responsabilità accertata in sede penale.¹⁹

Il consulente finanziario abilitato all’offerta fuori sede viene remunerato direttamente dal soggetto abilitato per cui opera e tale retribuzione è formata prevalentemente da provvigioni (commissioni), proporzionate alle masse monetarie gestite dal consulente. Esso, quindi, non riceve alcun compenso dai clienti, così come affermato nell’articolo 159, comma 6, del Regolamento Intermediari: *“il consulente finanziario abilitato all’offerta fuori sede non può ricevere dal cliente o dal potenziale cliente alcuna forma di compenso ovvero di finanziamento né può accettare o concorrere nella determinazione in suo favore di benefici monetari o non monetari, attuali o futuri, sotto qualsiasi forma elargiti dal cliente o dal potenziale cliente”*. Questa modalità di retribuzione può alterare il servizio di consulenza offerto dal professionista, in quanto quest’ultimo potrebbe essere incentivato a consigliare e collocare strumenti finanziari non adeguati al cliente in quanto più remunerativi. Questo tema verrà meglio approfondito nel paragrafo 2.2.4.

2.2.2 Consulenti finanziari autonomi e società di consulenza finanziaria (SCF)

Già tramite il recepimento della direttiva MiFID I, il legislatore italiano aveva esteso a figure diverse dal consulente finanziario abilitato all’offerta fuori sede la possibilità di prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti; però, tale possibilità è

¹⁸ Articolo 31, comma 3-bis, TUF.

¹⁹ Articolo 31, comma 3, TUF.

stata meglio formalizzata solo mediante il recepimento della direttiva MiFID II. Nello specifico, è stata introdotta la possibilità di esercitare questo servizio anche da persone fisiche (consulenti finanziari autonomi - *ex* consulenti finanziari) o giuridiche (società di consulenza finanziaria - SCF) in modo indipendente rispetto agli altri soggetti abilitati a prestare servizi e attività di investimento. Questa modalità di prestare il servizio di consulenza viene disciplinata negli articoli 18-bis e 18-ter del TUF. In particolare, tali articoli stabiliscono che: *“Le persone fisiche, in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali stabiliti con regolamento adottato dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Consob, ed iscritte in una sezione apposita dell'albo di cui all'articolo 31, comma 4” e “le società costituite in forma di società per azioni o società a responsabilità limitata, in possesso dei requisiti patrimoniali e di indipendenza stabiliti con regolamento adottato dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Consob, ed iscritte in una sezione apposita dell'albo di cui all'articolo 31, comma 4” possono “prestare la consulenza in materia di investimenti relativamente a valori mobiliari e a quote di organismi d'investimento collettivo, senza detenere fondi o titoli appartenenti ai clienti.”*

Dall'analisi di questi articoli emergono le prime differenze tra consulenti finanziari autonomi, SCF e consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede. In primo luogo, i consulenti autonomi sono tenuti a rispettare, oltre ai requisiti di onorabilità e professionalità, anche dei requisiti di indipendenza e patrimoniali. I medesimi requisiti - ad eccezione del requisito patrimoniale - devono essere rispettati dagli esponenti delle società di consulenza finanziaria. Il requisito di indipendenza viene approfondito nel Decreto n. 206 di 24/12/2008, nel quale all'articolo 5 si afferma che *“non possono essere iscritti all'Albo i soggetti che intrattengono, direttamente, indirettamente o per conto di terzi, rapporti di natura patrimoniale o professionale o di altra natura, compresa quella familiare, con emittenti e intermediari, con società loro controllate, controllanti o sottoposte a comune controllo, con l'azionista o il gruppo di azionisti che controllano tali società, o con amministratori o dirigenti di tali società, se tali rapporti possono condizionare l'indipendenza di giudizio nella prestazione della consulenza in materia di investimenti”*. Nello stesso decreto viene esaminato il requisito patrimoniale, che si

sostanza nell'obbligo di dover sottoscrivere una polizza assicurativa volta a coprire il consulente autonomo dalla responsabilità civile per i danni causati dalla sua negligenza professionale. Tale polizza deve garantire la copertura minima di €1.000.000 per ciascuna richiesta di indennizzo e almeno €1.500.000 per il totale delle richieste di indennizzo. Per ciò che concerne le SCF, l'articolo 18 ter, comma 3 ter, del TUF stabilisce che *“le società di consulenza finanziaria rispondono in solido dei danni arrecati a terzi dai consulenti finanziari autonomi di cui esse si avvalgono nell'esercizio dell'attività, anche se tali danni siano conseguenti a responsabilità accertata in sede penale”*, analogamente a quanto stabilito per i soggetti abilitati che si avvalgono di consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede.

Un'ulteriore differenza è rappresentata dal fatto che i consulenti autonomi e le SCF possono prestare esclusivamente il servizio di consulenza in materia di investimenti e i servizi a esso accessori, ma non anche tutti gli altri servizi e attività di investimento che possono invece essere offerte dai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede.

Queste figure si differenziano dai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede anche per un'altra ragione molto rilevante, la quale riguarda le modalità di retribuzione. In particolare, l'articolo 162, comma 1, lettera d) del Regolamento Intermediari afferma che *“i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria non possono accettare onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi”*. Ciò mette in luce il fatto che i consulenti autonomi non vengono retribuiti da intermediari finanziari – in quanto esercitano l'attività di consulenza senza vincolo di mandato – ma bensì direttamente dai clienti tramite il pagamento di una parcella, la quale deve essere calcolata compatibilmente con le regole di comportamento di tali figure professionali. Tali regole vengono illustrate nel Regolamento Intermediari Consob del 2018²⁰ nel quale si afferma che i consulenti finanziari autonomi e le SCF devono operare in modo onesto, equo e professionale, al fine di soddisfare al meglio i bisogni dei propri clienti; le informazioni da essi fornite devono essere chiare e non

fuorvianti; inoltre, è necessario che essi propongano ai propri clienti una “*congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato*”, i quali devono essere sufficientemente diversificati, il cui processo di selezione viene indicato nell’articolo 162, comma 1, lettera c) del Regolamento Intermediari. Anche i consulenti finanziari autonomi e le SCF, così come i consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede, sono tenuti ad iscriversi all’Albo OCF, in apposite sezioni, previo accertamento della sussistenza dei requisiti indicati nel Decreto n. 206 di 24/12/2008, per i consulenti finanziari autonomi, e nel Decreto n. 66 del 5/04/2008, per le società di consulenza finanziaria. Per concludere, va ricordato che nello svolgimento delle loro attività i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria non possono detenere denaro e/o strumenti finanziari dei clienti o potenziali clienti – come nel caso dei consulenti finanziari abilitati all’offerta fuori sede – e non possono ottenere forme di finanziamento dai clienti stessi.²¹

2.2.3 Consulenza finanziaria ibrida

La direttiva MiFID II permette agli intermediari abilitati di prestare parallelamente sia il servizio di consulenza su base indipendente che su base non indipendente, previo utilizzo di specifiche cautele indicate nell’articolo 53, comma 3, del regolamento (UE) 2017/565 del 25 aprile 2016. Innanzitutto, in questo contesto svolge un ruolo molto importante l’informativa precontrattuale. Infatti, gli intermediari autorizzati devono comunicare al cliente o al potenziale cliente, prima dell’inizio del servizio e tramite supporto durevole, se la consulenza sarà prestata su base indipendente o meno. Lo stesso regolamento impone ai soggetti abilitati di presentarsi come indipendente solo con riguardo ai servizi di consulenza prestati su base indipendente. In aggiunta, essi sono tenuti a presentare i due tipi di servizio in modo chiaramente distinto e distinguibile nonché devono avvalersi di soggetti

²⁰ Il Regolamento Consulenti, che inizialmente disciplinava l’attività dei consulenti finanziari autonomi, è oggi confluente all’interno del Regolamento Intermediari, il quale disciplina entrambe le tipologie di consulenti, oltre che le SCF.

²¹ Articolo 162, comma 3, Regolamento Intermediari Consob.

distinti per prestare il servizio con modalità diverse. Da ciò consegue che il medesimo consulente finanziario non può prestare sia il servizio di consulenza su base indipendente che su base non indipendente. Da ultimo, devono essere adottate specifiche misure volte a separare chiaramente le modalità di prestazione del servizio e il rispettivo personale. Lo scopo di questi vincoli strutturali e informativi è quello di evitare di confondere la clientela circa il servizio offertogli dall'intermediario e nello specifico dal consulente finanziario di riferimento.

2.2.4 Incentivi e conflitti d'interesse

Il consulente finanziario dovrebbe sempre operare nel miglior interesse del cliente. Tuttavia, le asimmetrie informative tra cliente e consulente, le modalità di remunerazione del professionista e i conflitti d'interesse che possono insorgere nello svolgimento dell'attività non sempre garantiscono l'espletamento di questo fine. L'asimmetria informativa nel rapporto cliente-consulente origina da una scarsa alfabetizzazione finanziaria del cliente e da una sempre maggiore complessità dei mercati finanziari. Questo squilibrio può degenerare nel cosiddetto fenomeno del *misselling*, ossia la circostanza in cui il consulente finanziario raccomanda al cliente dei prodotti finanziari non adeguati alle sue caratteristiche perché tali strumenti offrono un maggiore tornaconto economico al consulente finanziario (Inderst e Ottaviani, 2009). Invero, la remunerazione dei soggetti che prestano il servizio di consulenza su base non indipendente (ossia consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede) può essere composta da incentivi pagati dalle aziende produttrici degli strumenti finanziari, in virtù degli strumenti collocati dal consulente stesso. Per incentivi si intendono tutte le tipologie di compensi o commissioni o benefici non monetari ricevuti e/o effettuati dagli intermediari a fronte della prestazione dei servizi di investimento e accessori.²² Questi incentivi possono indurre il consulente finanziario a consigliare strumenti non adeguati ai clienti perché offrono una

²² PwC, *Retail Investment Strategy - La riforma degli incentivi nella distribuzione alla clientela retail*. <https://www.pwc.com/it/it/industries/asset-management/assets/docs/pwc-retail-investment-strategy.pdf>

remunerazione maggiore al consulente stesso o all'intermediario finanziario per il quale esso opera. Da ciò consegue che i prodotti finanziari raccomandati non sempre sono adeguati al profilo del cliente. Peraltro, va notato che comunque i conflitti d'interesse possono insorgere anche nell'attività svolta da consulenti finanziari autonomi, i quali non possono per legge percepire alcun tipo di incentivo monetario dalle fabbriche-prodotto, ma potrebbero comunque attuare dei meccanismi scorretti nei confronti del cliente. Ad esempio, nel caso in cui la parcella sia rappresentata da una percentuale del patrimonio investito dal cliente, il consulente potrebbe essere incentivato a raccomandare l'allocazione di una quota maggiore rispetto a quella adeguata in strumenti azionari, al fine di aumentare il rendimento atteso del portafoglio e conseguentemente le potenziali masse investite e la parcella ricevuta in futuro.

Il legislatore, consapevole di tali conflittualità, ormai da tempo si è occupato di disciplinarle. Innanzitutto, tramite il recepimento della direttiva MiFID I è stata rafforzata la disciplina in tema di conflitti d'interesse ed è stato affrontato per la prima volta il fenomeno degli incentivi (*inducement*). In particolare, con riguardo a questo secondo tema, era stato imposto il divieto generale di pagare e percepire incentivi, salvo tre casi eccezionali. Nello specifico, restavano consentiti gli incentivi pagati o forniti da un soggetto terzo se (i) il cliente veniva informato, (ii) ciò permetteva un accrescimento del servizio offerto, e (iii) non ostacolavano il dovere di servire al meglio il cliente.

Nonostante l'intento nobile di questa disciplina, l'applicazione pratica non ha consentito di tutelare adeguatamente i clienti. Infatti, il sistema di incentivazione restava un meccanismo di difficile comprensione per gli individui che usufruivano dei servizi e delle attività di investimento (Mocci, 2023). Pertanto, nel 2014, tramite la direttiva MiFID II, sono state introdotte delle prescrizioni più stringenti in capo ai soggetti che prestano servizio di investimento. Nello specifico, è stato imposto il divieto assoluto di percepire incentivi nel caso di prestazione del servizio di gestione di portafogli e del servizio di consulenza su base indipendente. Inoltre, le condizioni

di ammissibilità per la percezione di incentivi sono state rese più stringenti. In dettaglio, il requisito di accrescimento della qualità del servizio (introdotto dalla direttiva MiFID I) ad oggi si considera rispettato solo previo soddisfacimento di tre presupposti inderogabili, ossia gli incentivi devono:

- a) essere proporzionati al servizio di livello superiore offerto;
- b) non offrire vantaggi diretti all'impresa di investimento e ai soggetti collegati a meno che ciò non conduca ad un beneficio tangibile per il cliente;
- c) garantire un beneficio continuativo al cliente.

Infine, gli incentivi percepiti non devono pregiudicare “il rispetto del dovere dell'impresa di investimento di agire in modo onesto, equo e professionale nel migliore interesse del cliente”, come stabilito dall'articolo 24, comma 9, della direttiva MiFID II. In aggiunta a ciò, sono stati rafforzati gli obblighi in tema di *disclosure* degli incentivi – sia *ex ante* che *ex post* – e si richiede che essi siano applicati in sincronia con la disciplina in tema di costi e oneri, anch'essa introdotta tramite la direttiva MiFID II.

Il quadro regolamentare europeo ad oggi in vigore, poggiato sulla disciplina contenuta nella MiFID II, ha quindi rafforzato ulteriormente i presidi a protezione degli investitori *retail*, già introdotti dalla MiFID I. Ciononostante, si sta nuovamente revisionando il quadro normativo europeo e si sta discutendo circa un possibile divieto *tout court* degli incentivi. Questo perché essi hanno un'influenza sia sul profilo dei conflitti d'interesse sia sul profilo dei costi e degli oneri gravanti su servizi e prodotti finanziari. Tale restrizione comporterebbe il divieto di percepire incentivi in capo a tutti i servizi e le attività di investimento e comporterebbe ingenti perdite economiche per gli operatori finanziari, soprattutto per quelli operanti nei paesi a struttura banco-centrica, come l'Italia. Per quanto riguarda il contesto italiano, ad esempio, PwC stima una perdita di circa 5-6 miliardi di euro nel caso in cui fossero vietate le retrocessioni.²³

²³ PwC, *Retail Investment Strategy – La riforma degli incentivi nella distribuzione alla clientela retail*. <https://www.pwc.com/it/it/industries/asset-management/assets/docs/pwc-retail-investment-strategy.pdf>

Ad oggi, la Commissione Europea non ha ancora imposto tale divieto, ma potrebbe farlo in futuro. Nel frattempo, si è deciso di adottare un approccio graduale alla rimozione degli *inducement*, volto a irrobustire ancora più la tutela degli investitori al dettaglio e ridurre i conflitti d'interesse, mitigando gli impatti negativi sugli intermediari finanziari.

2.3 Ruoli e funzioni del consulente finanziario

Gli individui che si rivolgono ad un consulente finanziario sono alla ricerca di una figura professionale in grado di supportarli nella corretta gestione del proprio patrimonio. Nello specifico, il consulente può supportare il cliente nel raggiungimento dei suoi obiettivi tramite un'adeguata pianificazione finanziaria, basata su una preventiva analisi delle caratteristiche specifiche del cliente, tra cui la sua capacità finanziaria, l'orizzonte temporale di riferimento e la sua tolleranza al rischio. Nei paragrafi precedenti, questa figura professionale è stata presentata dal punto di vista normativo. Nello specifico si è evidenziato che nel contesto italiano la prestazione del servizio di consulenza può essere offerta da due figure distinte: i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede e i consulenti finanziari autonomi.

Nonostante la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti possa concretizzarsi tramite diversi modelli organizzativi e relazionali, l'obiettivo cardine del servizio resta il medesimo: migliorare la qualità delle decisioni finanziarie compiute dagli individui (Cruciani, 2017). La letteratura scientifica si è occupata a lungo di verificare se i consulenti finanziari sono in grado di raggiungere questo scopo e in che modo i clienti beneficino di tale miglioramento. In questo paragrafo verrà quindi offerta una panoramica circa le funzioni e i ruoli concretamente svolti da questa figura professionale secondo la letteratura esistente.

2.3.1 L'effetto della consulenza finanziaria sulle *performance* di portafoglio

Colui che richiede il supporto di un consulente finanziario potrebbe aspettarsi un incremento delle *performance* dei propri investimenti finanziari. È quindi lecito domandarsi se i risultati finanziari conseguiti dagli individui seguiti da un consulente finanziario siano effettivamente migliori rispetto a quelli realizzati da chi opera in autonomia.

Gli studi empirici condotti sul tema sono scarsi e forniscono opinioni discordanti circa l'impatto del servizio di consulenza sul rendimento ottenuto dagli investitori. Quest'ultimo aspetto è riconducibile alle diverse modalità impiegate per confrontare i rendimenti ottenuti da diverse tipologie di portafogli (assistiti o autogestiti). La maggior parte degli studi sostiene l'ipotesi secondo cui gli individui che investono in autonomia sono in grado di ottenere rendimenti maggiori rispetto agli individui assistiti da un consulente.²⁴ Ad esempio, lo studio effettuato da Hackethal, Haliassos e Jappelli (2011), basato su due dataset molto ampi relativi ad un periodo di tempo compreso tra gennaio 2003 e ottobre 2005, ha messo in luce che i clienti assistiti da un consulente finanziario hanno ottenuto dei rendimenti netti inferiori rispetto ai soggetti che hanno operato in autonomia, sia nel caso di assistenza fornita da consulenti bancari che autonomi. Inoltre, i soggetti assistiti disponevano di profili di rischio peggiori rispetto ai clienti autonomi e il *turnover* dei loro portafogli era più elevato. Per giunta, i portafogli assistiti erano composti da più investimenti in fondi comuni di investimento e meno azioni rispetto ai portafogli costruiti in autonomia. Quest'ultimo aspetto risultava legato agli incentivi (*inducement*) offerti ai consulenti finanziari bancari per il collocamento di fondi. Nel complesso, le peggiori *performance* registrate dai clienti seguiti da consulenti sono risultate collegate ai maggiori costi e oneri associati alla gestione del portafoglio, ossia dalle commissioni o dalla parcella incassate dai consulenti. L'impatto negativo delle commissioni sulle performance è

²⁴ Un'eccezione è rappresentata dallo studio di Shapira e Venezia (2001), che verrà discusso nel paragrafo 2.3.2.2.

stato individuato anche dallo studio di Bergstresser et al. (2008). Tale ricerca ha confrontato le *performance* ottenute dai fondi acquistabili direttamente dagli investitori (*directly managed funds*) con quelle ottenute dai fondi collocati dagli intermediari (*brokered funds*). Questi ultimi hanno ottenuto risultati finanziari sempre peggiori rispetto ai primi, erano caratterizzati da costi di gestione maggiori e non dimostravano migliori capacità di generare *extra performance*. Nonostante gli scarsi benefici monetari individuati dalla letteratura circa il servizio di consulenza, gli investitori continuano a richiedere tale servizio e ad allocare una fetta importante del proprio patrimonio nei fondi comuni di investimento, collocati tramite intermediari. Alla luce di questo, è importante comprendere quali altri benefici di carattere non monetario sia in grado di apportare il servizio di consulenza.

2.3.2 Oltre le *performance* finanziarie: altre funzioni riscontrate

Se la consulenza in materia di investimenti dovesse essere valutata solo in base alla capacità del professionista di generare dei benefici monetari agli investitori, allora probabilmente non vi sarebbe alcuna utilità nell'usufruire di tale servizio. Diversi studi hanno però dimostrato che questa figura è in grado di apportare altri vantaggi ai clienti, intangibili ma importanti, che inducono gli individui a continuare a richiedere questo servizio. Per comprendere gli effetti positivi apportati dal servizio di consulenza è necessario analizzare la questione da una prospettiva differente: non tanto come *consulenza sugli investimenti* - orientata ad ottenere *extra performance* rispetto al mercato - ma piuttosto come *consulenza agli investitori* - volta a supportare il cliente nel compiere scelte adeguate alle proprie caratteristiche ed ai propri obiettivi (Gardenal e Rigoni, 2016).

La letteratura economica ha individuato molteplici ambiti in cui questa figura professionale può apportare dei benefici al cliente. Tra questi, Collins (2010) evidenzia come il consulente finanziario possa ridurre il costo della ricerca di informazioni per gli investitori, contribuire all'educazione finanziaria di questi ultimi nonché porsi come mediatore tra il cliente ed altre figure professionali. Altri studi (Shapira e Venezia, 2001) hanno messo in luce la capacità del consulente di mitigare

l'impatto di alcuni *bias* comportamentali nei portafogli di investimento. In questo contesto assume rilievo l'asimmetria informativa esistente tra investitori al dettaglio e operatori finanziari specializzati. Questi ultimi dispongono di un insieme di conoscenze e competenze che difficilmente possono essere apprese in tempi brevi da singoli investitori. Inoltre, essi hanno accesso ad informazioni di qualità migliori, il cui costo di acquisizione risulta eccessivamente elevato per la maggior parte degli individui. Il consulente finanziario può quindi trasferire ai clienti le informazioni finanziarie di cui necessitano nonché aiutarli a comprendere ed elaborare tali informazioni. Infine, il professionista ha la possibilità di educare i propri clienti nel corso del tempo, trasmettendogli conoscenze e competenze in modo graduale e comprensibile. Facendo ciò, esso supporta il cliente in una corretta gestione dei *bias* cognitivi ed emotivi che lo caratterizzano, rappresentando anche un importante sostegno emotivo per il cliente.

2.3.2.1 Il ruolo educativo del consulente finanziario

La sempre maggiore complessità del sistema economico-finanziario richiede agli individui di dover compiere decisioni sempre più informate e consapevoli. Possedere una scarsa alfabetizzazione finanziaria generalmente conduce a scelte finanziarie non ottimali e ad una bassa partecipazione al mercato azionario (van Rooij et al., 2011). Questi aspetti sono da tempo sotto la lente dei regolatori dei mercati finanziari, i quali hanno cercato di arginare il problema favorendo la realizzazione di programmi di educazione finanziaria e, al tempo stesso, incrementando sempre più i criteri di trasparenza e correttezza in capo agli operatori finanziari tramite le direttive MiFID. In un'ottica di medio-lungo termine, l'implementazione di programmi di educazione finanziaria efficaci rappresenta sicuramente un mezzo adeguato al fine di migliorare l'alfabetizzazione finanziaria degli individui. Al tempo stesso, il legislatore europeo ha cercato di migliorare quanto più la qualità del servizio di consulenza finanziaria. Questo perché, alla luce della sempre maggiore complessità dei mercati finanziari, il supporto di una figura professionale, competente e qualificata, può condurre gli individui a compiere decisioni finanziarie migliori in tempi più rapidi. In questo

contesto, il consulente può contribuire a migliorare - anche indirettamente - l'alfabetizzazione finanziaria dei propri clienti (Migliavacca, 2021).

Diversi studi si sono interrogati sull'efficacia del ruolo educativo svolto dai consulenti finanziari nei confronti dei propri clienti. Se tale legame fosse verificato, esso comporterebbe importanti implicazioni soprattutto dal punto di vista politico, in quanto sarebbe possibile migliorare l'alfabetizzazione finanziaria degli individui senza dover attingere alla spesa pubblica, ma piuttosto potenziando la figura professionale del consulente finanziario. Tuttavia, le considerazioni della letteratura scientifica circa la relazione tra la richiesta di consulenza finanziaria e il livello di alfabetizzazione finanziaria degli individui sono divergenti. Alcuni studiosi ritengono che non sussista una relazione significativa tra consulenza finanziaria e alfabetizzazione finanziaria dei clienti. Ad esempio, Kramer (2016) non ha individuato un legame tra l'alfabetizzazione finanziaria misurata degli individui e la richiesta di consulenza finanziaria, evidenziando tuttavia un legame negativo tra competenze finanziarie percepite e richiesta di consulenza: gli individui più confidenti in sé stessi hanno richiesto meno della metà della consulenza richiesta dagli individui poco confidenti. Pertanto, gli individui che hanno manifestato il *bias* di *overconfidence* hanno ricercato meno le raccomandazioni degli esperti. Secondo questo studio, la domanda di consulenza non è influenzata dall'alfabetizzazione finanziaria di per sé, quanto piuttosto dalla percezione delle proprie conoscenze finanziarie.

Un secondo filone di studi assume che le conoscenze e competenze del consulente rappresentino un sostituto all'alfabetizzazione finanziaria dei propri clienti. Tra questi si cita lo studio condotto da Georgarakos e Inderst (2011), nel quale è stato riscontrato che la consulenza ha un impatto significativo solo per gli individui poco alfabetizzati e caratterizzati da una forte fiducia nei confronti del professionista. La teoria sostitutiva assume che il consulente bilanci le scarse competenze finanziarie del cliente, fungendo da alternativa alle stesse, senza apportare miglioramenti all'alfabetizzazione finanziaria del cliente. Secondo questa tesi, gli individui che più

ricorrono al servizio di consulenza sono quelli meno alfabetizzati finanziariamente, in quanto sono meno consapevoli dei conflitti d'interesse alla base del servizio e tendono a fidarsi maggiormente dei consigli ricevuti. Al contrario, i clienti più alfabetizzati, più consapevoli dei conflitti d'interesse, si affidano meno al servizio di consulenza e preferiscono operare in autonomia.

Una parte più consistente della letteratura ipotizza invece una relazione di complementarità tra il servizio di consulenza e l'alfabetizzazione finanziaria dei clienti. Secondo questo filone di studi, le persone con una maggiore alfabetizzazione finanziaria sono più propense a ricorrere alla consulenza finanziaria perché comprendono meglio le informazioni offerte dal proprio consulente finanziario. Questi individui hanno un costo-opportunità del tempo molto alto, sono consapevoli dell'esistenza dei conflitti di interesse e del meccanismo degli incentivi nell'attività del consulente e per tale ragione richiedono a quest'ultimo di fornirgli informazioni migliori rispetto a quelle offerte a soggetti meno alfabetizzati. Lo studio di Calcagno e Monticone (2015) evidenzia che gli individui con minore alfabetizzazione finanziaria sono meno propensi a rivolgersi ad un consulente, preferendo invece delegare interamente la gestione del proprio patrimonio finanziario oppure gestendolo in piena autonomia. Al tempo stesso, i due studiosi hanno riscontrato il cosiddetto "effetto San Matteo", ossia il fenomeno secondo cui i consulenti finanziari sono disposti a condividere le proprie conoscenze solo con gli individui più educati finanziariamente. Al contrario, i soggetti meno alfabetizzati sono destinatari di informazioni qualitativamente peggiori. Inoltre, è stato riscontrato che questi ultimi ricorrono meno al servizio di consulenza in quanto sovrastimano le proprie conoscenze economico-finanziarie, in accordo con quanto riscontrato da Kramer (2016).

Altri studiosi hanno cercato di studiare la relazione tra consulenza finanziaria e alfabetizzazione finanziaria da un punto di vista più esteso, con l'obiettivo di far coesistere i punti di vista divergenti poc'anzi menzionati. Ad esempio, Migliavacca (2021) ha realizzato uno studio il cui obiettivo è stato quello di verificare se i

consulenti finanziari possono svolgere un ruolo educativo nei confronti dei propri clienti, distinguendo tra consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede e consulenti finanziari autonomi. Tramite la distinzione in tipologie di consulenti, si è voluto verificare se la presenza di un consulente indipendente rafforza il ruolo educativo, vagliando l'impatto degli incentivi in capo ai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede sulla trasmissione di competenze e conoscenze ai clienti. I risultati ottenuti hanno confermato che i consulenti finanziari svolgono un forte ruolo educativo, siano essi autonomi ovvero abilitati all'offerta fuori sede. In particolare, essere assistiti da tali figure professionali – piuttosto che da un consulente finanziario bancario – aumenta del 25,1% la probabilità di rientrare tra i soggetti con un livello di alfabetizzazione finanziaria generale più elevato. Un ulteriore fattore che ha avuto un ruolo positivo e significativo sul grado di alfabetizzazione dei soggetti è risultata la volontà di imparare degli individui. Altri elementi con impatto positivo e significativo sono stati: l'appartenenza al sesso maschile, la presenza di figli e il possesso di una laurea in materie economico-finanziarie. Questo studio ha inoltre dimostrato che i consulenti finanziari indipendenti sono in grado di educare il cliente in modo più efficace; quindi, la riduzione dei conflitti d'interesse in capo a questa attività permette di amplificare il ruolo educativo svolto da questa figura. In aggiunta, all'aumentare della durata della relazione consulente-cliente, aumenta anche il ruolo educativo esercitato dal professionista. Quest'ultima evidenza permette di superare il distinguo tra ruolo complementare e sostitutivo della consulenza circa l'alfabetizzazione finanziaria dei clienti. Invero, secondo questa prospettiva, l'instaurazione di una relazione duratura tra cliente e consulente è in grado di migliorare l'alfabetizzazione finanziaria del primo a prescindere dal suo livello di conoscenze e competenze finanziarie di partenza.

Per concludere, il legame tra alfabetizzazione finanziaria e ricerca di consulenza resta incerto. I soggetti che potrebbero beneficiare di più del servizio di consulenza sono i soggetti meno competenti, eppure dalla letteratura esistenze emerge come

generalmente siano i soggetti più alfabetizzati finanziariamente a farne richiesta. In aggiunta, gli stessi consulenti sembrano più propensi a condividere le proprie conoscenze solo con i soggetti più edotti. Tuttavia, una branca della letteratura più recente coglie un forte ruolo educativo del consulente nei confronti di tutti i clienti, indistintamente dal loro livello di conoscenze finanziarie, valorizzando così la figura del consulente finanziario in un panorama di sempre maggiore complessità e di continua instabilità.

2.3.2.2 Gestione dei *bias* comportamentali

I temi affrontati dagli studi comportamentali hanno apportato un contributo molto importante per gli individui che partecipano ai mercati finanziari, dai professionisti del settore agli investitori *retail*. Ad esempio, sono molteplici gli studi (tra questi si menziona quello di Kahneman e Riepe, 1998) che raccomandano ai consulenti finanziari di implementare le evidenze riscontrate dalla finanza comportamentale per gestire meglio il rapporto con i clienti, facendogli evitare di commettere i classici errori di comportamento e a costruire portafogli più efficienti.

Alcuni studi hanno indagato l'impatto della consulenza in materia di investimenti sul comportamento degli investitori, cercando di verificare se il supporto "comportamentale" offerto dai consulenti finanziari può apportare dei benefici o meno agli investitori. Tra questi studi, la ricerca di Shapira e Venezia (2001) ha analizzato l'evoluzione dei portafogli di 4330 investitori di una delle più grandi banche israeliane nell'anno 1994, di cui 1642 operavano in autonomia e 2688 erano assistiti da un consulente finanziario. I due studiosi si sono chiesti se l'intervento di un consulente finanziario sia stato in grado di ridurre l'influenza di tre anomalie comportamentali: il *disposition effect*, la scarsa diversificazione di portafoglio e il *trading* eccessivo (il quale origina generalmente dall'*overconfidence*). Essi hanno inoltre verificato la presenza di una differenza di profittabilità tra portafogli assistiti e portafogli autogestiti. Per misurare l'impatto del *disposition effect* nei portafogli, è stata calcolata la durata media di detenzione dei titoli in utile e in perdita. Tale misura ha confermato la presenza di questo *bias* sia nei portafogli autogestiti che in

quelli assistiti, però l'impatto è risultato più attenuato in questi ultimi. Nello specifico, la detenzione media dei titoli in perdita (utile) è stata di 63,3 (20,2) giorni nei portafogli autogestiti, mentre è risultata circa 55,4 (24,8) giorni nei portafogli assistiti. Questo risultato ha confermato l'ipotesi secondo cui l'aiuto fornito da un esperto può attenuare l'impatto di questa anomalia comportamentale. Per ciò che concerne l'attività di *trading*, si è invece dimostrato che i portafogli assistiti si caratterizzavano per una maggiore frequenza di operazioni rispetto ai portafogli autonomi. Ciononostante, i portafogli assistiti hanno realizzato dei rendimenti medi annualizzati molto maggiori rispetto ai portafogli autogestiti (10,14% contro 5,60%). Ciò è riconducibile principalmente al fatto che i primi hanno registrato delle perdite medie inferiori rispetto ai secondi (-5,45% contro -11,50%); invero, i guadagni medi sono risultati inferiori per il primo gruppo rispetto al secondo (29,55% contro 34,19%), ma tale risultato non è stato in grado di compensare il peso delle perdite medie registrate. Questo risultato fortifica l'ipotesi secondo cui l'aiuto di figura professionale è in grado di mitigare l'impatto del *disposition effect*. Un'ultima evidenza riscontrata dallo studio ha riguardato la diversificazione: i portafogli assistiti sono risultati meglio diversificati rispetto ai portafogli autogestiti. In dettaglio, i primi si sono caratterizzati per una media di 17,8 strumenti in portafoglio, mentre i secondi ne possedevano solo 6 in media. Nel complesso, la ricerca condotta dai due studiosi ha evidenziato diversi benefici per gli investitori assistiti da un consulente finanziario.

Un ulteriore contributo sul tema è derivato dallo studio realizzato da List (2003), il quale ha messo in luce che l'esperienza maturata nei mercati finanziari permette di ridurre l'impatto dell'*endowment effect* nelle decisioni di investimento. I consulenti finanziari con esperienza potrebbero quindi essere in grado di mitigare l'effetto di quest'ultimo *bias* nelle scelte finanziarie dei propri clienti. Gli stessi consulenti finanziari sono consapevoli del fatto che integrare nella loro attività le evidenze riscontrate dalla finanza comportamentale è in grado di migliorare le decisioni finanziarie degli individui. Ad esempio, in un sondaggio condotto da Charles

Schwab nel 2023 su più di 1300 società di consulenza finanziaria operanti negli Stati Uniti, più della metà ha dichiarato di aver implementato le evidenze riscontrate dagli studi comportamentali nella prestazione dei propri servizi.²⁵ Altri studi ritengono che i consulenti finanziari non siano in grado di correggere (o quanto meno mitigare) i *bias* dei propri clienti. Per giunta, diverse evidenze empiriche hanno dato prova di come gli stessi professionisti possono essere influenzati dalle anomalie comportamentali. In particolare, Linnainmaa et al. (2021) hanno dimostrato che i consulenti finanziari stessi non investono in modo adeguato: acquistano fondi a gestione attiva (i quali possiedono un rapporto rischio-rendimento peggiore rispetto ai fondi a gestione passiva), movimentano eccessivamente i propri portafogli di investimento, basano le proprie previsioni sui rendimenti passati. Inoltre, lo studio condotto da Mullainathan et al. (2012) ha evidenziato che i conflitti d'interesse in capo al servizio di consulenza possono spingere il consulente a rinforzare i *bias* dei propri clienti se ciò gli permette di beneficiare di un tornaconto economico. In aggiunta, è stato dimostrato che questa figura professionale, al fine di acquisire nuova clientela, potrebbe proporre delle soluzioni finanziarie non ottimali per l'individuo, che assecondano le idee di quest'ultimo.

2.3.2.3 Il ruolo della fiducia nella relazione cliente-consulente

Nei paragrafi precedenti sono state discusse alcune delle funzioni che vengono attribuite ai consulenti finanziari. Tra queste, sono state analizzate: la (dubbia) capacità di generare maggiori rendimenti, il ruolo di educatore finanziario dei propri clienti e la capacità di mitigare l'impatto dei *bias* comportamentali nelle decisioni finanziarie. La letteratura esistente non è concorde circa la capacità di questa figura professionale di assolvere appieno a queste funzioni, però viene generalmente riconosciuto il ruolo fondamentale che la fiducia svolge nella relazione tra cliente e consulente. Il concetto di fiducia può essere descritto come un "*atteggiamento di*

²⁵ Charles Schwab & Co., Inc. Schwab 2023 RIA Benchmarking Study, July 2023. <https://advisorservices.schwab.com/managing-your-business/business-consult/ria-benchmarking-study-results>

tranquillità e sicurezza che deriva dalla convinzione che qualcuno o qualcosa corrisponda alle proprie aspettative, alle proprie attese e speranze".²⁶ In questo caso specifico, la fiducia può essere descritta come l'aspettativa positiva che l'individuo ripone nei confronti dei mercati e degli operatori finanziari. In generale, la fiducia favorisce una maggiore partecipazione al mercato finanziario (Guiso et al., 2008), riduce il rischio percepito dagli individui e permette di vivere con maggiore tranquillità e serenità la gestione del proprio patrimonio finanziario (Gennaioli et al., 2015). Lo sviluppo di un rapporto fiduciario tra i consulenti finanziari e i propri clienti permette quindi a questi ultimi di vivere il processo di investimento con meno ansia e nervosismo. In aggiunta, se il cliente prova fiducia nei confronti del proprio consulente, per quest'ultimo risulterà più agevole trasferire informazioni ai clienti ed educarli finanziariamente. Tutto ciò comporta un notevole miglioramento nella qualità della vita dell'individuo, che va oltre il mero ottenimento di *extra performance* dal punto di vista finanziario. Secondo questa prospettiva, il consulente finanziario assume nei confronti dell'investitore lo stesso ruolo che il medico svolge per il paziente. Questa osservazione è stata proposta da Statman (2002), il quale definisce il consulente finanziario come un *financial physician*, ossia un medico finanziario, la cui professione si sostanzia nel "chiedere, ascoltare, diagnosticare, educare e curare" il cliente, allo stesso modo di un medico. In maniera affine, nello studio pubblicato da Gennaioli et al. (2015) il consulente finanziario viene presentato come un *money doctor*, ossia un dottore del denaro. In questo lavoro, è stato costruito un modello in cui la fiducia è alla base del rapporto di consulenza: un cliente che ha fiducia nel proprio consulente è disposto ad assumere più rischio di quanto ne assumerebbe operando in autonomia. Da ciò consegue che il rendimento medio atteso della ricchezza investita dall'individuo aumenta. Al tempo stesso, l'individuo percepisce minore rischio e maggiore sicurezza, come risultato del supporto professionale offerto dal consulente. Secondo lo stesso studio, il consulente è incentivato ad assecondare le richieste del cliente perché così facendo quest'ultimo è disposto a pagare commissioni maggiori e

²⁶ https://www.treccani.it/vocabolario/fiducia_res-8f664afb-dff1-11eb-94e0-00271042e8d9/

ad affidare al consulente una quota maggiore della propria ricchezza. Questo modello implica che, anche se i costi derivanti dalla fruizione del servizio di consulenza sono maggiori rispetto ai benefici monetari offerti, il cliente continua ad intrattenere tale rapporto poiché i benefici non monetari offerti lo appagano molto più rispetto alla possibilità di ottenere rendimenti finanziari maggiori in autonomia. In questo contesto, il consulente non è motivato a correggere le anomalie comportamentali del cliente. Anzi, queste ultime vengono utilizzate come leva per incrementare le commissioni incassate dal consulente.

Diversi studi empirici hanno dimostrato la presenza di un forte legame fiduciario che intercorre tra clienti e consulenti. Monti et al. (2014) hanno intervistato 20 consulenti finanziari e 99 clienti in una banca di credito cooperativo (BCC) italiana i cui risultati hanno evidenziato come i clienti provano molta fiducia nei confronti del proprio consulente: in media provano più fiducia nei confronti del professionista che li assiste piuttosto che della banca per la quale essi operano e del sistema bancario in generale. Secondo gli studiosi, i clienti sono consapevoli delle loro lacune in materia finanziaria e per tale ragione ricercano una figura professionale in grado di assisterli. Inoltre, la scelta del consulente si basa sui cosiddetti *honest signals*: un insieme di impressioni e intuizioni che l'individuo associa alla fiducia e all'onestà. Tra queste, i metodi comunicativi impiegati dal consulente e le sue attitudini alle relazioni rappresentano dei segnali molto forti per innescare la fiducia da parte del cliente. I risultati ottenuti in questo studio non possono essere tuttavia generalizzati in quanto le banche di credito cooperativo si distinguono dalle banche tradizionali per alcune peculiarità. Infatti, queste banche non a scopo di lucro hanno l'obiettivo di supportare le persone e la crescita economica dell'area geografica nella quale sono locate. Inoltre, i consulenti finanziari che operano nelle BCC solitamente non sono sottoposti a pressioni di vendita in merito a specifici prodotti finanziari, di conseguenza sono soggetti a minori conflitti d'interesse rispetto ad altre tipologie di consulenti finanziari. Nel complesso, questi fattori favoriscono l'istaurazione di un processo fiduciario tra il cliente e il consulente, che potrebbe non essere così scontato

in altre realtà e per altre tipologie di consulenti. Cruciani, Gardenal e Rigoni (2021) hanno condotto uno studio empirico volto ad analizzare gli elementi che incidono sulla fiducia, distinguendo tra diverse tipologie di consulenti finanziari operanti nel contesto italiano. Nel caso di consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede con consolidata esperienza, è stato dimostrato che la fiducia è influenzata in larga parte dalle capacità relazionali del consulente e dalla sua abilità fornire supporto, sia sotto il punto di vista finanziario sia con riguardo altri aspetti di vita del cliente. La fiducia viene quindi influenzata dalla capacità del consulente nel porsi come "filtro emotivo", ossia come supporto nella gestione delle emozioni provate dal cliente, in linea con il modello elaborato da Gennaioli et al. (2015), precedentemente presentato. Invece, nel caso di consulenti finanziari bancari (che operano in filiale e non sono iscritti all'albo unico dei consulenti finanziari) con limitata esperienza nel campo della consulenza, la fiducia è influenzata maggiormente dalla capacità del professionista nel generare rendimenti positivi e ridurre i costi in capo al cliente.

A livello istituzionale sono stati condotti diversi studi che hanno confermato l'importanza attribuita dagli individui agli elementi fiduciarie e relazionali del consulente. Nel 2020, la Consob ha condotto un'indagine volta ad analizzare la relazione tra clienti e consulenti in Italia. Tra le varie domande poste, si è chiesto ai soggetti assistiti da un consulente finanziario quali fossero le parole che ritenevano più rappresentative del servizio di consulenza. La parola che è stata più menzionata è risultata *serenità*, seguita da *competenza*, *esperienza* e - solo al quarto posto - *rendimento*.²⁷ Un'ulteriore analisi svolta dalla stessa Consob, nel 2017, ha indagato i fattori che influiscono nella scelta del consulente finanziario. La risposta più frequente è stata la *fiducia percepita*, a conferma della rilevanza di questo aspetto nella relazione tra clienti e consulenti.²⁸

²⁷ La relazione consulente-cliente, Indagine mirroring su sostenibilità e investimenti, Consob 2020. <https://www.consob.it/documents/1912911/1941479/mirroring2020.pdf/401386c4-c862-a5ae-54ab-53fd492f9b>

²⁸ La relazione consulente-cliente, Analisi mirroring, Consob 2017. <https://www.consob.it/documents/1912911/1941479/AddRF2017.pdf/ddd7a321-f1a2-2852-f216-c72dc8990509>

Il consulente finanziario, per svolgere al meglio la propria professione, è tenuto quindi a possedere solide conoscenze e competenze finanziarie, nonché marcate doti relazionali e capacità di comprendere i reali bisogni del cliente, che vanno oltre il mero aspetto finanziario. Nel prossimo paragrafo verrà approfondito nel dettaglio il processo mediante il quale il consulente può supportare il cliente tenendo conto sia degli elementi finanziari sia della componente psicologica ed emotiva dell'individuo.

2.4 Un approccio comportamentale alla consulenza in materia di investimenti

La consulenza in materia di investimenti ha l'obiettivo di migliorare le decisioni finanziarie degli individui. I processi decisionali di questi ultimi sono influenzati da euristiche e *bias*, i quali conducono a scelte sub-ottimali e non coerenti con l'ipotesi di razionalità delle scelte. Il consulente finanziario, nell'espletamento del suo compito, si interfaccia continuamente con le anomalie comportamentali manifestate dagli investitori e ha la possibilità di mitigarne l'impatto nel processo di pianificazione finanziaria. Per fare ciò, il professionista può adottare un approccio prescrittivo alla consulenza, che si sostanzia nella ricerca di un compromesso tra le evidenze riscontrate dalla finanza classica e dalla finanza comportamentale (Kahneman e Riepe, 1998). Il servizio di consulenza rappresenta quindi il mezzo tramite il quale possono essere superate le divergenze tra l'approccio normativo - proposto dalla finanza classica - e l'approccio descrittivo - proposto dal filone comportamentale. Nonostante l'ormai riconosciuta rilevanza degli aspetti comportamentali nelle scelte d'investimento degli individui, ad oggi non sono ancora del tutto chiare le modalità operative attraverso cui queste evidenze dovrebbero essere implementate nell'attività svolta dagli operatori finanziari. Nel caso specifico della consulenza in materia d'investimenti, risulta cruciale comprendere come pianificare un *asset allocation* in grado di tener conto delle anomalie comportamentali del cliente (Pompian e Wood, 2006).

Michael Pompian e John Longo (2005) hanno proposto un metodo operativo volto a soddisfare tale fine: l'approccio *moderate-or-adapt*, il quale pone le proprie fondamenta nella ricchezza dell'individuo e nei *bias* cognitivi ed emotivi che lo caratterizzano. Questo approccio prevede che il consulente proponga un piano finanziario in grado di soddisfare le aspirazioni e gli obiettivi del cliente e che al tempo stesso possa offrire serenità a quest'ultimo durante tutto il processo di investimento. L'*asset allocation* proposta non segue rigorosamente le teorie di finanza classica ma vi integra le evidenze riscontrate dalla finanza comportamentale, al fine di risultare più adeguata alle tendenze psicologiche di ciascun cliente.

Per comprendere al meglio il funzionamento di tale approccio, risulta utile enunciare i principi che ne stanno alla base:

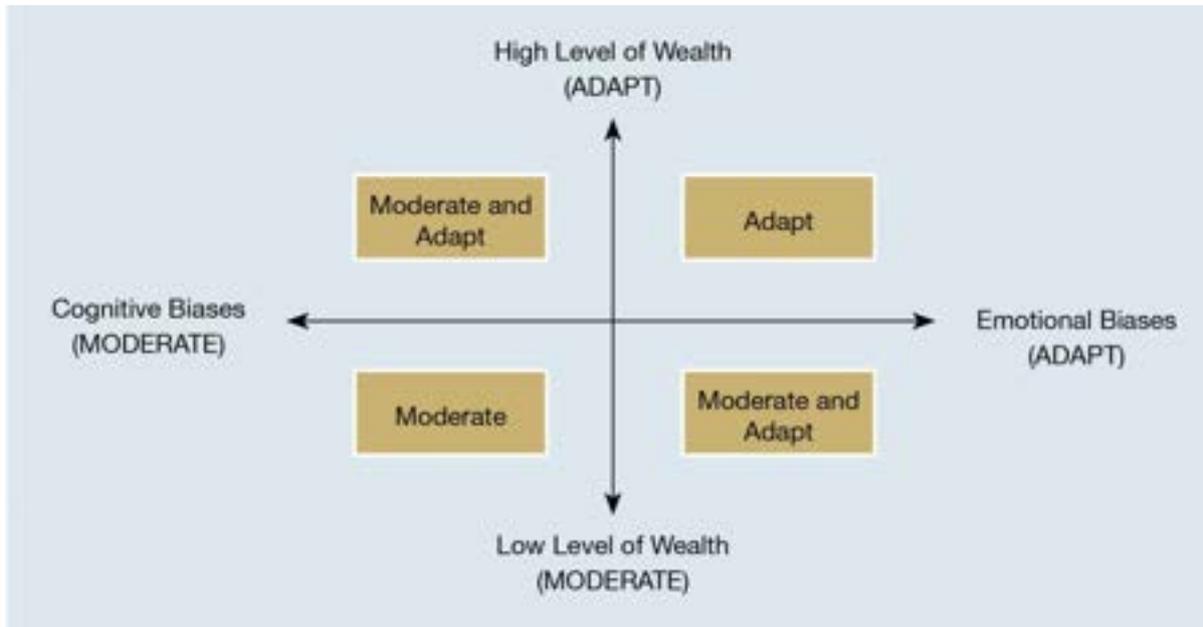
- I. Moderare i *bias* dei clienti godono di minore benessere economico; adattarsi ai *bias* dei clienti più benestanti.²⁹
- II. Moderare i *bias* cognitivi; adattarsi ai *bias* emotivi.

Innanzitutto, si richiede al consulente di basare il proprio approccio sulla ricchezza del cliente. Se il cliente dispone di una ricchezza limitata è necessario cercare di ridurre al minimo l'impatto dei suoi pregiudizi comportamentali, al fine di limitare che esso possa andare in rovina. Viceversa, se il cliente è più abbiente è possibile assecondare - almeno in parte - i suoi pregiudizi in quanto vi è una minor probabilità di intaccare il suo stile di vita. In secondo luogo, si richiede di distinguere tra *bias* cognitivi ed emotivi. I primi originano dal pensiero ragionato della mente umana e per tale motivo il loro impatto può essere moderato dall'intervento di un professionista. Al contrario, i secondi derivano dall'intuito e dagli impulsi e risulta difficile ridurre l'influenza.

²⁹ *Moderare* un pregiudizio significa riconoscere il pregiudizio e cercare di ridurlo o addirittura eliminarlo. *Adattarsi* a un pregiudizio significa riconoscere e accettare il pregiudizio, adattarsi ad esso piuttosto che cercare di moderarlo.

<https://www.cfainstitute.org/en/membership/professional-development/refresher-readings/behavioral-biases-individuals#:~:text=To%20adapt%20to%20a%20bias,the%20bias%20within%20the%20individual>

Figura 2.1 Approccio moderate-or-adapt



Fonte: Pompian (2006)

Dall'impiego di tali principi emerge un approccio flessibile e misto della prestazione del servizio di consulenza, che si sostanzia in un mix tra moderazione e adattamento ai pregiudizi comportamentali dimostrati dagli individui. Tale circostanza viene illustrata nella Figura 2.1. In questo contesto, un aspetto molto importante che non deve essere trascurato dal consulente è il cosiddetto *status*. Esso rappresenta la posizione dell'investitore nella scala sociale, dell'autostima e della realizzazione personale (Statman, 2002). Si tratta di un concetto relativo che dovrebbe essere impiegato congiuntamente al concetto di ricchezza - che rappresenta invece una misura assoluta - nell'approccio proposto da Pompian e Longo (2005), nello specifico nella fase di moderazione dei *bias*. Lo *status* permette di comprendere qual è il punto di riferimento del cliente - in una logica equivalente a quella fondante della *Prospect Theory* - e aiuta il consulente a comprendere meglio gli stati d'animo dello stesso. Ad esempio, individui con patrimoni ingenti potrebbero provare sofferenza a causa di perdite limitate o mancati guadagni, anche se ciò non intacca in alcun modo la loro ricchezza e il loro stile di vita. In queste circostanze il consulente deve fare attenzione a non mettere a repentaglio lo *status* del cliente. Al contrario, in altri contesti, il

consulente ha la possibilità, e dovrebbe, modificare lo *status* dell'investitore, in quanto fondato su ipotesi irrealistiche che danneggiano la serenità di quest'ultimo.

Per comprendere i contesti in cui il consulente può intervenire nel ridimensionare lo *status* dei propri clienti va tenuto conto del fatto che tale concetto è influenzato da due elementi:

- **Benchmark di ricchezza:** visione della vita del cliente, influenzata dal contesto sociale in cui esso vive e lavora nonché dalle proprie relazioni di parentela e amicali. Si tratta di aspetti che difficilmente possono essere condizionati dal consulente finanziario.
- **Benchmark di rendimento:** aspirazioni di rendimento che il cliente si aspetta di ottenere tenuto conto dei rendimenti passati, delle *performance* ottenute da parenti e conoscenti oppure in relazione a quanto compreso dalle fonti di informazione consultate. In questo contesto il consulente ha la possibilità di esercitare un ruolo più incisivo, ridimensionando le aspettative del cliente ad un livello ragionevole e non fuorviante, servendosi di informazioni e dati oggettivi.

Nel concreto, la prima azione che il consulente dovrebbe intraprendere è una “verifica di *status*”, la quale si sostanzia nel comprovare se le aspettative del cliente sono coerenti con le caratteristiche che l'investimento dovrebbe possedere per permettergli di raggiungere tale *status* desiderato. Se le prospettive del cliente non sono coerenti con lo scenario economico-finanziario di riferimento, il consulente cerca di intervenire sul suo *status* desiderato, influenzando i *benchmark* di ricchezza e di rendimento del cliente. Ciò può essere fatto, ad esempio, riducendo l'impatto di euristiche e *bias* nelle aspettative di rendimento atteso, solitamente eccessivamente elevate. Se ciò non fosse possibile, risulta difficile instaurare un rapporto di consulenza sano e il consulente dovrebbe interrompere la relazione con il cliente.

Successivamente, è necessario verificare se lo *status* rilevato è coerente con il portafoglio di investimento desiderato dall'investitore e con quello ottimale secondo

la teoria classica. Nella Tabella 2.1 vengono presentate le circostanze nelle quali potrebbe trovarsi il cliente e vengono brevemente presentate delle modalità di intervento.

Tabella 2.1 Coerenza tra portafoglio e status

		Coerenza tra status e portafoglio ottimo	
		Bassa	Alta
Coerenza tra status e portafoglio preferito	Bassa	Non vi è possibilità di costruire un'asset allocation adeguata al raggiungimento dello status desiderato dal cliente, né ottimizzandone l'impostazione né adattandosi alle sue attitudini.	È possibile creare un'asset allocation in grado di soddisfare lo status desiderato dal cliente. Questa allocazione non è però quella preferita dal cliente, il quale è vittima di pregiudizi. Il consulente deve intervenire con vigore cercando di limitare l'impatto dei bias cognitivi e aiutando il cliente a compiere le scelte per lui più adeguate.
	Alta	Il portafoglio preferito dal cliente è coerente con lo status da esso desiderato. Quest'ultimo però non è conforme all'asset allocation ottimale. Se il rischio del portafoglio preferito non è eccessivamente elevato, il consulente può assecondare le preferenze dell'investitore.	Sia il portafoglio preferito che il portafoglio ottimo sono coerenti con lo status desiderato dal cliente. Poiché il primo offre un'efficienza maggiore rispetto al secondo in termini di rischio-rendimento, il consulente dovrebbe spronare il cliente ad implementare il portafoglio ottimo. Tuttavia, se l'investitore è soggetto a bias emotivi il consulente può assecondare il cliente.

Fonte: rielaborazione personale di Gardenal e Rigoni (2016).

Questo metodo operativo permette ai consulenti finanziari di superare l'approccio classico di pianificazione finanziaria, il quale si sostanzia nell'offrire al cliente la soluzione più efficiente da un punto di vista normativo, trascurando i tratti psicologici ed emotivi dell'individuo. Implementando un approccio

comportamentale, il consulente può innalzare la qualità del servizio prestato al cliente, attribuire il giusto peso anche ai tratti più intimi di quest'ultimo e fortificare così il rapporto di fiducia che intercorre tra i due soggetti. In tale circostanza non è necessario che il consulente elimini definitivamente l'impatto dei *bias* comportamentali manifestati dai propri clienti, bensì è sufficiente che egli sia in grado di gestirli in modo ottimale, siano essi emotivi ovvero cognitivi, adattandosi agli stessi oppure moderandoli.

Per mettere in pratica questo approccio, è necessario che il consulente finanziario conosca approfonditamente i propri clienti. Per fare ciò, egli deve raccogliere preliminarmente molteplici informazioni - non solo di tipo economico-finanziario, ma anche relative all'attitudine psicologica ed emotiva dell'individuo - così da entrare in piena sintonia con il cliente e le sue aspirazioni, e offrirgli delle raccomandazioni di investimento personalizzate e adeguate alle sue caratteristiche. Tra le varie informazioni da rilevare, la letteratura economica e le autorità di vigilanza hanno riconosciuto l'importanza della tolleranza al rischio: un concetto dalle molteplici sfaccettature e di complicata rilevazione, che permette di ottenere una visione migliore sulle inclinazioni naturali dell'individuo.

Per tali ragioni, nel prossimo capitolo verrà approfondito il processo di profilatura della clientela, verrà analizzato nel dettaglio il concetto di tolleranza al rischio e i fattori che la influenzano. Tra questi, verrà studiato l'effetto delle anomalie comportamentali e della personalità degli investitori nella loro tolleranza al rischio.

3. La profilatura della clientela da una prospettiva comportamentale

Il consulente finanziario, al fine di prestare delle raccomandazioni adeguate alle caratteristiche dei propri clienti, è tenuto a raccogliere preliminarmente un insieme di informazioni, volte a rilevare la loro situazione economico-finanziaria, i loro obiettivi di investimento, le loro conoscenze finanziarie e altre informazioni di carattere sociodemografico. Nel loro complesso, queste informazioni dovrebbero consentire al consulente finanziario di rilevare il profilo dei propri clienti e favorire la prestazione di raccomandazioni di investimento adeguate alle caratteristiche e alle esigenze rilevate in fase di profilatura. Tuttavia, questo processo di raccolta ed elaborazione di informazioni è caratterizzato da diverse criticità (Linciano e Soccorso, 2012), derivanti all'insieme di anomalie comportamentali che influenzano le decisioni finanziarie attuate dagli individui, presentate nel primo capitolo di questo elaborato. Nel dettaglio, gli studiosi di finanza comportamentale hanno dimostrato come gli individui non sempre agiscano con razionalità, quanto piuttosto siano caratterizzati da limiti cognitivi e influenzati da fattori emotivi. Per tali ragioni, processi di profilatura della clientela basati esclusivamente sulla teoria finanziaria classica non risultano sufficienti per individuare il corretto profilo dell'individuo, ma è necessario integrarvi le evidenze riscontrate dalla finanza comportamentale, soprattutto per ciò che concerne il concetto di rischio (Soccorso, 2012). Invero, gli individui difficilmente percepiscono il rischio come una grandezza oggettiva e misurabile, ma piuttosto ne hanno una considerazione soggettiva, influenzata da pregiudizi cognitivi, emozioni, circostanze, esperienze vissute, ma anche dalle modalità attraverso cui vengono presentate le informazioni (Rigoni, 2011). Di conseguenza, è importante tenere in considerazione tutte queste variabili nel processo di profilatura della clientela e nello specifico nella valutazione della tolleranza al rischio dell'individuo, la cui rilevazione è stata resa obbligatoria dal legislatore europeo ma le modalità tramite cui valutarla

non sono state esplicitate dalla normativa vigente. Alla luce di queste evidenze, le modalità di profilatura della clientela presentano diversi margini di miglioramento.

Nel primo paragrafo di questo capitolo verrà presentato il processo di profilatura della clientela da un punto di vista normativo, analizzando nel dettaglio la struttura e i contenuti dei questionari di adeguatezza MiFID, i quali vanno compilati obbligatoriamente dal cliente, antecedentemente alla prestazione del servizio di consulenza. Nel secondo paragrafo, verrà analizzato nello specifico il concetto di tolleranza al rischio, sia dal punto di vista della finanza classica che della finanza comportamentale. Successivamente, nel terzo paragrafo, verranno presentati i fattori che influiscono sulla tolleranza al rischio individuati dalla letteratura economica. Tra questi riceveranno particolare attenzione le euristiche, i *bias* e la personalità degli investitori. In seguito, verranno brevemente discusse le modalità attraverso cui la tolleranza al rischio può essere rilevata in ambito finanziario, ponendo particolare attenzione alla scala proposta da Grable e Lytton (1999), la quale si è dimostrata uno strumento valido e attendibile al fine di rilevare la tolleranza al rischio degli individui. Infine, verranno evidenziate le criticità dei questionari MiFID nel rilevare adeguatamente il profilo del cliente e la sua tolleranza al rischio.

3.1 La profilatura della clientela tramite i questionari di adeguatezza MiFID

Il legislatore europeo ha richiesto ai soggetti che prestano il servizio di consulenza in materia di investimenti di valutare il profilo dei propri clienti tramite l'impiego di questionari. Il processo di profilatura permette all'intermediario di ottenere molteplici informazioni sul cliente, necessarie ad elaborare il suo profilo di rischio e di valutare se la raccomandazione prestata è coerente con il profilo rilevato. Nel complesso, questo processo viene chiamato "valutazione di adeguatezza" ed è stato reso obbligatorio per tutti i soggetti che prestano il servizio di consulenza in materia di investimenti, e quindi per i consulenti finanziari, a partire dall'introduzione delle

direttive MiFID. Per svolgere al meglio questa valutazione è essenziale che l'individuo comprenda l'importanza di fornire informazioni veritiere e complete, ed è compito del soggetto autorizzato far comprendere tale importanza ai propri clienti (ESMA, 2012).

La direttiva MiFID I è stato il primo corpo normativo a rendere obbligatoria la valutazione di adeguatezza nella prestazione del servizio di consulenza a livello europeo. Nello specifico, essa ha imposto ai soggetti autorizzati di verificare che la raccomandazione prestata fosse coerente con le caratteristiche e le esigenze del cliente, così da poter fornire dei consigli di investimento idonei a soddisfare al meglio le sue esigenze. Per compiere questa verifica, si è chiesto alle imprese di investimento di somministrare al cliente un questionario di adeguatezza, il quale doveva consentire la raccolta di alcune informazioni minime. Nel dettaglio, l'articolo 19, comma 5, della direttiva MiFID I ha stabilito che gli intermediari che prestavano il servizio di consulenza in materia di investimenti erano tenuti a valutare:

1. la conoscenza e l'esperienza del cliente in materia di investimento, con riguardo a determinati prodotti finanziari;
2. la sua situazione finanziaria;
3. i suoi obiettivi di investimento.

Inoltre, la direttiva di secondo livello 2006/73/CE ha fornito dei suggerimenti circa le informazioni da ottenere per ciascuna delle tre categorie di informazioni.

Con riguardo alla conoscenza e all'esperienza del cliente in materia di investimento, nell'articolo 37, comma 1, l'intermediario autorizzato è stato esortato ad ottenere informazioni in merito a:

- a) i tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza;
- b) la natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e il periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite;

- c) il livello di istruzione e la professione o, se rilevante, la precedente professione del cliente o del potenziale cliente.

Per ciò che concerne la situazione finanziaria del cliente, alcune informazioni utili sono state indicate nell'articolo 35, comma 3, e riguardano:

- a) la fonte e la consistenza del reddito regolare percepito dall'individuo;
- b) le attività detenute dal cliente (comprese eventuali attività liquide);
- c) gli investimenti effettuati e i beni immobili detenuti;
- d) gli impegni finanziari regolari.

Infine, per quanto riguarda gli obiettivi di investimento del cliente, l'articolo 35, comma 4, ha affermato che l'intermediario dovrebbe raccogliere delle informazioni relative a:

- a) l'orizzonte temporale dell'investimento;
- b) la preferenza per il rischio del cliente;
- c) il profilo di rischio del cliente.

Il legislatore comunitario non ha indicato la differenza tra i concetti di preferenza verso il rischio e profilo di rischio. Tuttavia, si può desumere che con "preferenze in materia di rischio" si intenda la preferenza dell'individuo ad investire in strumenti finanziari con determinate caratteristiche di rischio e rendimento, facendo quindi riferimento al rischio oggettivo sopportabile dall'individuo; mentre il termine "profilo dei rischio" può essere interpretato come la capacità emotiva dell'individuo di assumere rischi finanziari, ossia il rischio sopportabile da un punto di vista soggettivo (Linciano e Soccorso, 2012).

In aggiunta, le informazioni da raccogliere sono state ulteriormente dettagliate nelle linee guida pubblicate dall'*European Security and Markets Authority* (ESMA) nel 2012.³⁰

³⁰ Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID I, 25 giugno 2012, ESMA/2012/387.

Lo scopo di questi orientamenti è stato di armonizzare l'applicazione della valutazione di adeguatezza a livello europeo e favorire così una maggiore tutela degli investitori. Innanzitutto, le linee guida hanno evidenziato come i clienti devono essere informati riguardo la finalità del processo di profilatura, asserendo che *“le imprese di investimento dovrebbero informare i clienti, in modo semplice e chiaro, che lo scopo della valutazione dell'adeguatezza è quello di consentire all'impresa la possibilità di agire nel migliore interesse del cliente”*.³¹ In seguito, si è consigliata la raccolta di alcune informazioni ritenute utili ai fini di adeguatezza, tra cui: lo stato civile, lo stato di famiglia, la situazione lavorativa e il fabbisogno di liquidità dell'investitore³² nonché la sua età.³³ In aggiunta, si è richiesto agli intermediari di garantire che i soggetti che prestano il servizio di consulenza possiedano delle conoscenze e competenze adeguate al fine di compiere le valutazioni di adeguatezza.³⁴ L'ESMA ha introdotto inoltre il principio di proporzionalità, secondo il quale le informazioni da raccogliere devono essere proporzionate ai prodotti e ai servizi offerti, a patto che non venga ridotto il livello di protezione dovuto ai clienti.³⁵ Le imprese di investimento sono state esortate a adottare dei presidi atti a garantire l'affidabilità delle informazioni raccolte. Tra questi, ad esempio, le linee guida hanno suggerito di: non fare eccessivo affidamento sulle autovalutazioni del cliente, formulare i quesiti in modo da non distorcere le risposte, impiegare criteri oggettivi di valutazione, effettuare dei controlli interni al fine di verificare la bontà dei *software* di elaborazione delle informazioni raccolte, valutare le informazioni nel loro complesso.³⁶ Se il servizio di consulenza viene offerto su base continuativa, il soggetto abilitato è stato tenuto ad aggiornare periodicamente le informazioni raccolte e le relative valutazioni di adeguatezza. Le modalità e la frequenza dell'aggiornamento sono state rimesse in capo agli intermediari stessi.³⁷ Infine, è stato chiesto ai soggetti abilitati di:

³¹ Orientamento generale 1, ESMA/2012/387.

³² Orientamento generale 2, Orientamento di supporto 22, ESMA/2012/387.

³³ Orientamento generale 2, Orientamento di supporto 23, ESMA/2012/387.

³⁴ Orientamento generale 3, ESMA/2012/387.

³⁵ Orientamento generale 4, ESMA/2012/387.

³⁶ Orientamento generale 5, ESMA/2012/387.

³⁷ Orientamento generale 6, ESMA/2012/387.

(i) garantire ai propri clienti un'adeguata diversificazione di portafoglio; (ii) rilevare la loro capacità di sostenere perdite; (iii) assicurarsi che essi abbiano compreso la relazione tra rischio e rendimento, l'importanza dell'orizzonte temporale, l'impatto dei costi sulle *performance* del portafoglio.³⁸

3.1.1 Le novità apportate dalla direttiva MiFID II e dalle linee guida ESMA 2018

Tramite l'introduzione della direttiva MiFID II si è cercato di rafforzare le procedure impiegate per la valutazione di adeguatezza nella prestazione del servizio di consulenza, già introdotte tramite la direttiva MiFID I, ampliando le informazioni da raccogliere e potenziando la tutela nei confronti degli investitori. Nello specifico, ai soggetti abilitati è stato richiesto di rilevare la tolleranza al rischio, nella valutazione degli obiettivi di investimento, e la capacità di sostenere perdite da parte degli investitori, nell'accertamento della loro situazione finanziaria.³⁹ La nuova normativa ha quindi sollecitato esplicitamente gli intermediari a rilevare la tolleranza al rischio dei propri clienti - seppur omettendo le modalità mediante le quali ciò dovrebbe essere fatto - e ha introdotto il concetto di capacità di sostenere perdite, il quale risulta coerente con quanto evidenziato già nel 1979 da Kahneman e Tversky, ossia che gli investitori attribuiscono alle perdite un peso maggiore rispetto ai guadagni, a parità di altre condizioni.

In aggiunta, il Regolamento delegato (UE) 2017/565 - contenente le disposizioni di attuazione della direttiva MiFID II - ha confermato quanto prescritto dalla direttiva 2006/73/CE - attuativa della direttiva MiFID I - e alcune delle indicazioni riguardanti la valutazione di adeguatezza contenute negli Orientamenti ESMA del 2012 sono state introdotte in questo nuovo regolamento. Inoltre, il nuovo quadro regolamentare è stato ultimato tramite l'introduzione del Regolamento delegato (UE) 2021/1253, il quale - modificando il Regolamento delegato (UE) 2017/565 - ha incorporato il tema della sostenibilità nell'attività svolta dalle imprese di investimento. Oltre a ciò,

³⁸ Orientamento generale 8, Orientamento di supporto 60, ESMA/2012/387.

³⁹ Articolo 25, comma 2, Direttiva MiFID II.

l'ESMA, nel 2018 ha pubblicato dei nuovi orientamenti,⁴⁰ volti a chiarire alcuni degli aspetti trattati nella direttiva MiFID II. In questa circostanza, sono state implementate alcune raccomandazioni derivanti dalla finanza comportamentale. Ad esempio, l'orientamento di supporto 25 ha richiesto agli intermediari di tenere in considerazione alcuni dei motivi che potrebbero portare gli investitori a rispondere in modo errato ai questionari. Tra questi sono stati menzionati: la chiarezza, l'eshaustività e la comprensibilità del questionario; la struttura e il formato dello stesso; l'ordine in cui le domande vengono poste. Si tratta di temi riconducibili all'effetto inquadramento (*framing*), approfondito nel primo capitolo di questo elaborato. Per limitare l'impatto di questo effetto, si suggerisce di utilizzare "un linguaggio non fuorviante, confuso, impreciso ed eccessivamente tecnico" e di evitare l'utilizzo di formati testuali in grado di alterare le scelte dei clienti. Gli intermediari sono stati incentivati a raccogliere diversi elementi non finanziari che possono influenzare la tolleranza al rischio e la capacità di sostenere perdite del cliente, come l'età, lo stato civile, la situazione lavorativa e il fabbisogno di liquidità.⁴¹ Tra questi, si è richiesto di rilevare anche le sue preferenze in materia di sostenibilità.⁴² L'orientamento di supporto 31 ha proposto di valutare della conoscenza del cliente relativamente ad alcuni concetti fondamentali di finanza, come il rischio di concentrazione, il *trade-off* tra rischio e rendimento, il concetto di diversificazione. Con riguardo alla valutazione della tolleranza al rischio, l'orientamento di supporto 47 ha prescritto di "tener conto della percezione del rischio da parte del cliente", evitando l'autovalutazione da parte del cliente e prediligendo l'impiego di domande esplicite ed esempi concreti. In aggiunta, l'orientamento di supporto 51 ha tenuto esplicitamente in considerazione la possibilità che il cliente sia soggetto al *bias* di *overconfidence*: "le imprese dovrebbero adottare meccanismi atti ad affrontare il rischio che i clienti siano possibilmente inclini a sopravvalutare la propria conoscenza ed esperienza,

⁴⁰ Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II, 6 novembre 2018, ESMA35-43-1163.

⁴¹ Orientamento generale 2, Orientamento di supporto 27, ESMA35-43-1163.

⁴² Orientamento generale 2, Orientamento di supporto 28, ESMA35-43-1163.

inserendo, ad esempio, domande che agevolino la valutazione della comprensione generale da parte dei clienti riguardo alle peculiarità e ai rischi dei diversi tipi di strumenti finanziari”.

Tabella 3.1 Informazioni rilevanti ai fini della valutazione di adeguatezza

<i>Caratteristiche sociodemografiche</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Età, stato civile, stato di famiglia, situazione lavorativa, ex professione (se rilevante), livello di istruzione;
<i>Esperienze e conoscenze</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Natura, volume, frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e periodo durante il quale tali operazioni sono state eseguite; • Tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza; • Comprensione dei concetti finanziari di base; • Comprensione dei rischi associati a strumenti finanziari complessi.
<i>Situazione finanziaria</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Investimenti e beni immobili; • Attività, comprese le attività liquide; • Fonte e consistenza del reddito regolare; • Impegni finanziari regolari; • Restrizioni su beni del cliente; • Fabbisogno di liquidità; • Capacità finanziaria di sostenere le perdite.
<i>Obiettivi di investimento</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Orizzonte temporale dell’investimento; • Finalità dell’investimento; • Preferenze in materia di rischio; • Profilo di rischio; • Tolleranza al rischio, considerano anche la percezione del rischio; • Preferenze verso i fattori ESG.

Fonte: Rielaborazione personale delle informazioni richieste dalla Direttiva MiFID I e II, dal Regolamento UE 2017/565 e nelle Linee guida ESMA 2012, 2018, 2022.

Nel 2022, l’ESMA ha pubblicato delle nuove linee guida, con lo scopo di integrare i profili di sostenibilità nella profilatura della clientela introdotti tramite il Regolamento delegato (UE) 2021/1253 e chiarire ulteriori aspetti relativi alla direttiva MiFID II. Tali orientamenti non apportano comunque modifiche sostanziali alla normativa previgente per ciò che concerne gli aspetti trattati in questo elaborato. Nel

complesso, il quadro normativo attualmente in vigore, relativo alla valutazione di adeguatezza, richiede agli intermediari finanziari che prestano il servizio di consulenza di ottenere almeno le informazioni indicate nella Tabella 3.1.

3.2 Il concetto multidimensionale di tolleranza al rischio

I consulenti finanziari, al fine di prestare delle raccomandazioni di investimento adeguate ai propri clienti, devono conoscere approfonditamente gli stessi. Questo perché gli individui che allocano parte dei propri risparmi nei mercati finanziari si espongono a molteplici rischi ed è importante che essi assumano una quantità di rischio coerente con la propria situazione economico-finanziaria e con le proprie caratteristiche personali (Cruciani, 2022). I consulenti sono quindi tenuti ad ottenere, preliminarmente rispetto alla prestazione del proprio servizio, molteplici informazioni con riguardo a ciascun cliente. Tra le varie informazioni utili al fine di valutare l'idoneità della raccomandazione, la letteratura economica e il regolatore europeo hanno riconosciuto l'importanza della tolleranza al rischio, la quale viene definita da Grable (2000) come: *“l'ammontare massimo di incertezza che un individuo è disposto ad accettare nel momento in cui compie una decisione finanziaria”*. Tramite un'accurata rilevazione della tolleranza al rischio, il consulente finanziario può migliorare la qualità delle raccomandazioni fornite al cliente, individuando l'*asset allocation* e gli strumenti finanziari più idonei per garantire il suo benessere economico-finanziario e psicologico (Pompian e Wood, 2006). In questo contesto risulta cruciale comprendere cosa si intende con il concetto di rischio e le modalità mediante le quali esso può essere misurato e quantificato.

La teoria finanziaria classica assume che il rischio sia una grandezza oggettiva, quantificabile attraverso dei parametri la cui interpretazione è univoca, come la varianza, la deviazione standard, il parametro beta. La Teoria dell'Utilità Attesa elaborata da Von Neumann e Morgenstern (1947) rappresenta un modello classico tramite il quale è possibile rappresentare le preferenze rispetto al rischio

dell'individuo. In questo contesto, il concetto di tolleranza al rischio viene associato alla preferenza al rischio dell'individuo individuata tramite la sua funzione di utilità. Pertanto, egli può manifestare tre diverse attitudini al rischio: propensione, neutralità e avversione. La finanza classica assume che la preferenza al rischio sia una caratteristica immutabile dell'individuo, la quale si basa sulla sua ricchezza assoluta. Gli studiosi di finanza comportamentale ritengono invece che il rischio effettivamente percepito dagli individui si discosti dal rischio oggettivamente misurato tramite gli strumenti proposti dalla finanza classica. Nello specifico, la finanza comportamentale assume che la percezione del rischio venga influenzata dalle euristiche e dai *bias* comportamentali che caratterizzano gli individui (Kahneman e Tversky, 1974), dal loro livello di cultura finanziaria, dalla fiducia provata nei confronti del proprio consulente finanziario e degli emittenti di prodotti finanziari (Diacon ed Ennew, 2001). Lo studio di Olsen (1997) ha inoltre messo in luce che generalmente gli investitori non professionali associano il concetto di rischio al pericolo di subire perdite ingenti e non vi collegano la possibilità di ottenere dei rendimenti attesi maggiori. Altri studi hanno dimostrato come l'attitudine manifestata dagli individui nei confronti del rischio varia anche in base alle circostanze (Weber, Blais e Betz, 2002). Dunque, individui propensi al rischio in una determinata attività, come lo sport, potrebbero non esserlo in altre, come gli investimenti. L'approccio degli individui nei confronti del rischio si dimostra perciò mutevole e non univoco.

Oltre a ciò, un'ulteriore branca di studi ha messo in luce il ruolo chiave svolto dalle emozioni nel compimento di decisioni rischiose. Nel dettaglio, la teoria *risk-as-feeling hypothesis* (Loewenstein et al., 2001) ha avvalorato l'ipotesi secondo cui le emozioni sperimentate dall'individuo quando deve compiere una scelta rischiosa sono indipendenti dalle valutazioni cognitive compiute dall'individuo stesso e dalle conseguenze derivanti dalla scelta. Spesso le emozioni provate - come preoccupazione, paura, terrore - divergono rispetto ai segnali forniti dalle

valutazioni cognitive ed in questo caso l'individuo è propenso ad attribuire un peso maggiore alle prime rispetto alle seconde.

Alla luce di queste evidenze, il rischio non dovrebbe essere visto come una semplice grandezza matematico-statistica, ma anche come un costrutto psicologico: un'espressione dei tratti psicologici dell'individuo, ossia l'insieme delle modalità mediante le quali l'individuo si esprime da un punto di vista cognitivo ed emotivo. Rappresentare il rischio tramite grandezze oggettive e unidimensionali può condurre gli investitori a fraintendere l'interpretazione dei diversi concetti associati al rischio presentati dai loro consulenti finanziari (Rigoni, 2011). Risulta quindi preferibile trattare il rischio come un concetto multidimensionale, composto di diversi elementi di rischio, ciascuno dei quali assume rilevanza al fine di valutare la tolleranza al rischio dell'individuo.

Cordell (2001) ha elaborato un approccio volto a rilevare in modo approfondito la tolleranza al rischio degli individui, il quale può essere implementato dai consulenti finanziari nel processo di profilatura della clientela al fine di acquisire una migliore e più completa comprensione dell'investitore. Questo approccio, conosciuto come "*RISKpack approach*", presuppone che la tolleranza al rischio si articoli in quattro distinte componenti di rischio: *propensity*, *attitude*, *capacity* e *knowledge*.

La prima componente è rappresentata dalla propensione al rischio (*risk propensity*), la quale si riferisce al complesso delle decisioni finanziarie attuate dall'individuo nel corso della propria vita. Per rilevare questa componente, il consulente è tenuto a studiare e analizzare le decisioni finanziarie passate compiute dall'individuo e gli strumenti finanziari con cui esso ha esperienza. Nel complesso, l'autore ha indicato un insieme di elementi che possono risultare positivamente associati con un'elevata propensione al rischio. Tra questi troviamo: il rapporto tra investimenti ad alto rischio e a basso rischio, la percentuale di azioni possedute rispetto al patrimonio dell'individuo e la percentuale di reddito destinata al gioco d'azzardo. La propensione al rischio non deve essere tuttavia impiegata come *proxy* della tolleranza al rischio, in quanto essa potrebbe essere il risultato dell'inconsapevolezza del cliente

circa il rischio assunto oppure di scelte non derivanti interamente dalla volontà dello stesso (ad esempio, esso potrebbe aver ricevuto dei beni in eredità).

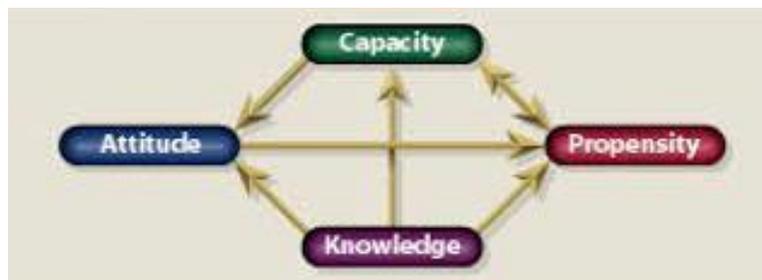
Il secondo elemento da tenere in considerazione è l'attitudine al rischio (*risk attitude*), la quale si riferisce alla *volontà* dell'individuo di assumere dei rischi finanziari. Questa volontà non viene rilevata guardando alle decisioni finanziarie passate (come nel caso della propensione al rischio) ma piuttosto tramite la somministrazione di specifici quesiti al cliente, che solitamente richiedono di scegliere l'opzione preferita tra diverse lotterie con probabilità e *payoff* distinti. L'attitudine al rischio non rappresenta un tratto immutabile dell'individuo. Invero, l'attitudine varia con il passare del tempo ma anche a seguito di alcuni cambiamenti che possono intercorrere nella vita dell'individuo, come la nascita di un figlio, l'inizio di un nuovo lavoro, il matrimonio. Inoltre, la volontà di assumere rischio può essere influenzata da situazioni vissute da parenti o amici e ciò può condurre l'individuo a falsare la propria percezione del rischio, con la conseguenza che l'attitudine al rischio da esso manifestata potrebbe non corrispondere a quella reale.

Il terzo elemento rilevante è costituito dalla capacità di rischio (*risk capacity*), la quale si sostanzia nella *capacità* finanziaria dell'individuo di sopportare dei rischi finanziari. I fattori rilevanti al fine di individuare la capacità di rischio rappresentano dati oggettivi, come gli obiettivi finanziari dell'individuo, l'orizzonte temporale di investimento, il reddito, il patrimonio e le obbligazioni finanziarie in essere. Nonostante questi elementi possano essere quantificati con semplicità, risulta più complesso comprendere quale peso attribuire a ciascun fattore rilevato. Dovrà essere il consulente finanziario a comprendere quale sia la miglior ponderazione da attribuire a ciascuna informazione rilevata.

L'ultimo elemento di rischio da rilevare è la conoscenza del rischio (*risk knowledge*), ossia la conoscenza posseduta dall'individuo circa il rischio e i concetti ad esso collegati, come il *trade-off* tra rischio e rendimento. Le conoscenze dell'individuo svolgono un ruolo molto importante nel processo di consulenza in materia di investimenti. Questo perché un cliente più informato è in grado di comprendere

meglio le raccomandazioni offerte dal professionista nonché il generale funzionamento dei mercati e degli strumenti finanziari. La conoscenza del cliente viene rilevata dal consulente tramite alcuni quesiti mirati. Se il cliente manifesta scarse conoscenze finanziarie, il consulente potrà esercitare con maggior vigore il proprio ruolo educativo, al fine di migliorare la qualità e la comprensibilità delle raccomandazioni prestate. Di conseguenza, questo elemento di rischio può essere direttamente influenzato dall'attività svolta dal consulente finanziario. Secondo Cordell (2001) ciascuno dei quattro elementi si influenza l'un l'altro, anche se in modo diverso, come illustrato nella Figura 3.1.

Figura 3.1 Influenza tra componenti di rischio nell'approccio RISKpack



Fonte: Cordell (2001)

Nello specifico, la propensione al rischio può essere rappresentata sia in funzione dell'attitudine al rischio che della capacità di rischio e della conoscenza del rischio di cui dispone l'individuo. Invero, la propensione dell'individuo ad acquistare strumenti finanziari più rischiosi può essere collegata alla volontà dell'individuo di assumere molto rischio, come sia alla maggiore disponibilità di risorse finanziarie dello stesso. Tale propensione può inoltre essere collegata alle conoscenze finanziarie dell'individuo, sia in senso positivo che negativo. Infatti, l'elevata assunzione di rischio finanziario può essere ricollegata sia ad un'elevata conoscenza finanziaria dell'individuo circa l'operazione finanziaria attuata, sia all'ignoranza dei rischi collegati alla stessa.

Per quanto riguarda l'attitudine al rischio, essa può essere descritta come funzione crescente rispetto alla capacità di rischio, anche se tale legame non è da dare per

scontato. Individui con elevata capacità di sopportare il rischio potrebbero infatti possedere una bassa attitudine allo stesso. Viceversa, individui con una bassa capacità di sopportare rischi dal punto di vista quantitativo, potrebbero avere un'elevata attitudine al rischio. Questa variabile risulta inoltre collegata anche alla conoscenza del rischio: all'aumentare dell'alfabetizzazione finanziaria dell'individuo, aumenta la probabilità che questo sia disposto ad accettare rischi finanziari maggiori.

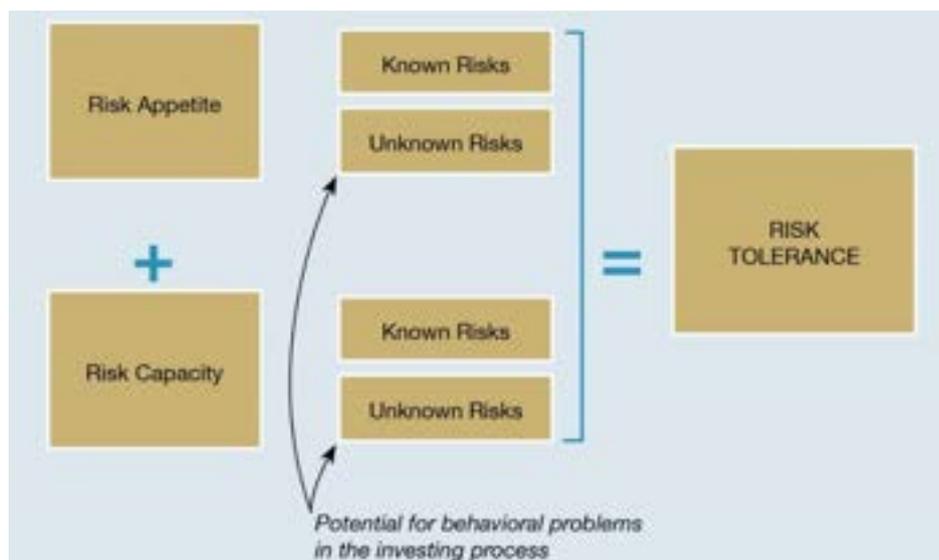
Proseguendo quest'analisi, la capacità di rischio risulta influenzata dalla conoscenza del rischio. Nel dettaglio, individui con maggiori conoscenze finanziarie dovrebbero essere in grado di attuare scelte finanziarie migliori, eliminando i rischi superflui o non ricompensati, e di conseguenza dovrebbero riuscire a gestire in modo più efficiente la propria capacità di rischio. La capacità di rischio può essere influenzata anche dalla propensione al rischio, in quanto le decisioni finanziarie passate rappresentano un mezzo di apprendimento, dal quale deriva lo stesso beneficio apportato dalla conoscenza del rischio.

Infine, la conoscenza del rischio non risulta essere influenzata dagli altri elementi. Al contrario, come già evidenziato, essa influenza tutte e tre le altre componenti della tolleranza al rischio. L'analisi di ciascuna componente di rischio e delle loro reciproche interconnessioni dovrebbe consentire agli operatori finanziari di individuare la corretta tolleranza al rischio dei propri clienti, così da elaborare un processo di pianificazione finanziaria coerente con il loro profilo di rischio.

Cordell (2001) ha inoltre riconosciuto che tra le quattro componenti di rischio poc'anzi analizzate due di esse svolgono un ruolo predominante: l'attitudine al rischio e la capacità di rischio. L'attitudine al rischio sintetizza i tratti psicologici ed emotivi che motivano la volontà dell'individuo ad assumere dei rischi finanziari e si caratterizza per essere una variabile soggettiva, che varia da persona a persona. La capacità di rischio rappresenta invece l'abilità oggettiva del soggetto ad assumere rischio ed è influenzata esclusivamente da variabili oggettive e quantificabili. L'analisi congiunta di queste due variabili permette di dare rilievo sia ad elementi soggettivi che oggettivi nella rilevazione della tolleranza al rischio e consente di individuare il

profilo dell'investitore in modo semplice. Nello specifico, se l'individuo dispone sia di un'attitudine al rischio che di una capacità al rischio elevate (limitate) allora potrà essere definito molto (poco) tollerante al rischio. Nel caso in cui i due elementi forniscano segnali contrastanti, l'autore suggerisce di considerare lo scenario più prudente. Ad esempio, un investitore con elevata (limitata) attitudine al rischio ma limitata (elevata) capacità di sopportare rischio dovrà essere considerato come poco tollerante al rischio. Anche Pompian (2016) concorda con Cordell (2001) circa gli elementi che stanno alla base della valutazione della tolleranza al rischio degli individui. Nello specifico, esso propone una distinzione tra *risk appetite* e *risk capacity*: il primo concetto rappresenta la *volontà* di assumere rischio, il secondo la *capacità* di assumere rischio. Si tratta di due concetti esattamente equivalenti a quanto proposto da Cordell (2001). Il *risk appetite* e la *risk capacity* dovrebbero sempre essere analizzati simultaneamente per ottenere una valutazione adeguata di tolleranza al rischio. Oltre a ciò, l'autore introduce un'ulteriore distinzione attinente al concetto di rischio, che ha importanti risvolti dal punto di vista comportamentale: rischio (*known risk*) e incertezza (*unknown risk*).

Figura 3.2 Equazione della tolleranza al rischio



Fonte: Pompian (2017)

Gli individui sono generalmente preparati ad affrontare i rischi prevedibili, al contrario i rischi non prevedibili solitamente generano delle reazioni irrazionali ed

emotive negli individui, le quali conducono a scelte finanziarie non ottimali. Risulta quindi di fondamentale importanza riuscire a valutare la capacità dei propri clienti di gestire il verificarsi di eventi incerti e proporre delle soluzioni di investimento in grado di limitare l'impatto di eventuali comportamenti irrazionali (Pompian, 2016, 2017).

3.3 Gli elementi che influenzano la tolleranza al rischio

Nel precedente paragrafo è stato analizzato il concetto di tolleranza al rischio e gli elementi di rischio che vanno tenuti in considerazione per rilevare adeguatamente questo costrutto psicologico. In questo terzo paragrafo verranno analizzati alcuni dei fattori che la letteratura economica ritiene abbiano un'influenza nella tolleranza al rischio degli individui. Tra questi verranno affrontati alcuni fattori sociodemografici ed economici nonché alcuni *bias* comportamentali manifestati dagli individui e i tratti della personalità degli stessi. Lo scopo di questo approfondimento è di comprendere quali sono gli elementi chiave che ciascun consulente finanziario dovrebbe rilevare in fase di profilatura della clientela al fine di giungere ad un'adeguata rappresentazione del profilo dei propri clienti e della loro tolleranza al rischio.

3.3.1 Fattori sociodemografici ed economici

Nel corso degli anni la letteratura economica si è occupata di analizzare l'influenza di diversi fattori sociodemografici nella tolleranza al rischio degli individui. Questi fattori rappresentano le caratteristiche sociali e demografiche di una popolazione. In questo elaborato verranno discusse solo alcune di queste caratteristiche, ossia: l'età, il genere, l'occupazione, lo stato civile, il numero di componenti del nucleo familiare, l'educazione e l'alfabetizzazione finanziaria dell'individuo. In seguito, verrà brevemente analizzata la relazione tra due fattori economici - reddito e patrimonio - e la rilevazione di questo costrutto.

Generalmente si ritiene che gli individui più anziani siano meno tolleranti al rischio poiché hanno meno tempo a disposizione per recuperare eventuali perdite

finanziarie. Al fine di verificare l'effettiva esistenza di una relazione tra l'età e la tolleranza al rischio degli individui, la letteratura scientifica ha compiuto molteplici studi. Tuttavia, i risultati ottenuti hanno fornito evidenze contrastanti, probabilmente anche a causa delle diverse modalità impiegate al fine di rilevare la tolleranza al rischio.⁴³ Alcune ricerche (tra le quali Chang et al., 2004) hanno avvalorato l'ipotesi secondo cui esiste una relazione negativa tra le due variabili, in quanto è stato riscontrato che gli individui più anziani sono risultati in media meno tolleranti al rischio. Altri studi hanno invece evidenziato un legame positivo tra età e tolleranza al rischio (Grable, 2000) oppure hanno identificato un legame mutevole nel tempo tra le due variabili. Ad esempio, lo studio condotto da Sung e Hanna (1996) ha individuato un legame a forma di "gobba" tra le due variabili: la tolleranza al rischio aumentava fino ad una certa età (circa 45 anni) e successivamente, con l'avvicinamento dell'età pensionabile, la relazione si invertiva.

Per ciò che concerne la relazione tra **genere** e tolleranza al rischio, le evidenze empiriche sono state piuttosto concordi: in media gli uomini sono sembrati più tolleranti al rischio rispetto alle donne (Sahm, 2012; Sung e Hanna, 1996). In aggiunta, le donne *single* sono risultate meno tolleranti al rischio rispetto alle donne sposate. Altri studi hanno indagato la relazione tra **occupazione** e tolleranza al rischio. Tra questi, alcuni hanno rilevato che gli individui che svolgono un impiego qualificato (*managers*, avvocati, dottori) tendono ad essere più tolleranti al rischio, come conseguenza del percepimento di un reddito maggiore e di una migliore stabilità finanziaria (Sung e Hanna, 1996; Roszkowski et al., 1993). Altre ricerche hanno rilevato una maggiore tolleranza al rischio negli individui che svolgevano la libera professione rispetto a coloro che svolgevano altre professioni (Grable, 2000). Per quanto riguarda lo **stato civile**, diversi studi hanno evidenziato che gli individui *single* tendono ad essere più tolleranti al rischio (Browne et al., 2016; Roszkowski et al., 1993). Gli individui sposati tendono quindi ad essere più conservativi nelle loro

⁴³ Alcune delle modalità di rilevazione della tolleranza al rischio verranno presentate nel paragrafo 3.4 di questo capitolo.

decisioni finanziarie. Ciononostante, altri studi hanno rilevato l'esatto opposto: gli individui spostati sono risultati più tolleranti al rischio rispetto agli individui *single* (Cheng et al., 2004; Grable, 2000). Un ulteriore elemento che è risultato influire nella tolleranza al rischio è stato il **numero di componenti** della famiglia. Ad esempio, lo studio di Grable e Joo (1999) ha evidenziato che le famiglie composte da più individui risultavano meno tolleranti al rischio. La ricerca condotta da Browne et al. (2016) ha tuttavia evidenziato come i cambiamenti più rilevanti circa la tolleranza al rischio derivano dalla nascita del primo figlio; diversamente, la nascita di ulteriori figli non sembra avere effetti significativi sul rischio finanziario che la famiglia è disposta a sopportare.

Con riguardo al livello di **alfabetizzazione finanziaria**, dagli studi condotti sembra che essa influenzi positivamente la tolleranza al rischio degli individui. Ad esempio, la ricerca svolta da Hermansson e Jonsson (2021) su un campione di più di 12 mila risparmiatori svedesi ha individuato che l'alfabetizzazione finanziaria degli individui e il loro interesse nei confronti di temi economico-finanziari risultavano collegati ad una maggiore tolleranza al rischio. La cultura finanziaria dell'individuo può essere influenzata a sua volta da diversi fattori: il livello di educazione ricevuto dal soggetto, la sua esperienza nel campo finanziario e la partecipazione a specifici programmi di educazione finanziaria (Cruciani, 2022). Lo studio di Cheng et al. (2004) ha dimostrato che il livello di educazione influisce positivamente sulla tolleranza al rischio dell'individuo. Nello specifico, gli individui con un livello di educazione pari o inferiore all'istruzione secondaria sono risultati poco o per niente tolleranti al rischio. Lo stesso risultato è stato ottenuto nello studio condotto da Grable (2000). Per ciò che concerne la relazione tra programmi di educazione finanziaria e alfabetizzazione finanziaria degli individui, la letteratura economica ha evidenziato come l'efficacia dei programmi risulta collegata alla motivazione e all'interesse dell'individuo a parteciparvi piuttosto che dalla qualità del programma stesso (Hung e Yoong, 2013).

Tra i fattori economici maggiormente analizzati in relazione con la tolleranza al rischio troviamo il **reddito** e il **patrimonio** dell'individuo. La maggioranza degli studi condotti al fine di verificare la presenza di un legame tra questi elementi ha evidenziato una relazione positiva: all'aumentare sia del reddito che del patrimonio in media tende ad aumentare anche la tolleranza al rischio dell'individuo (Cheng et al., 2004; Grable, 2000). Tuttavia, questa relazione non deve essere data per certa in quanto gli individui più benestanti potrebbero essere meno tolleranti al rischio al fine di preservare il valore del proprio capitale nel tempo, come evidenziato da Faff et al. (2008). Altri studi sul tema non hanno invece riscontrato alcun legame tra tolleranza al rischio dell'individuo, il reddito da esso percepito e il patrimonio posseduto (Sahm, 2012).

3.3.2 Anomalie comportamentali

Nel paragrafo precedente sono stati presentati alcuni dei fattori sociodemografici ed economici che la letteratura economica ha individuato come rilevanti nel valutare la tolleranza al rischio degli investitori. In questo paragrafo verranno presentate molteplici evidenze a supporto dell'ipotesi secondo cui la tolleranza al rischio viene influenzata anche da altri elementi, che all'apparenza possono sembrare irrilevanti ma che in realtà possono aiutare concretamente il consulente finanziario a rilevare in modo migliore la tolleranza al rischio dei propri clienti, con un conseguente innalzamento della qualità delle raccomandazioni di investimento offerte. Innanzitutto, diverse ricerche empiriche hanno rilevato che la tolleranza al rischio degli individui viene influenzata significativamente da alcune anomalie comportamentali, il cui impatto nelle decisioni di investimento attuate dagli individui è già stato analizzato nel primo capitolo di questo elaborato. In questo contesto, verrà posta maggiore attenzione alla relazione che intercorre tra alcune delle euristiche e dei *bias* già presentati e la tolleranza al rischio manifestata dagli investitori.

Uno studio condotto da Pan e Statman (2012) su un campione composto da oltre 2500 individui ha analizzato il legame esistente tra la tolleranza al rischio degli investitori

ed altre propensioni da essi manifestate. I due studiosi hanno evidenziato come gli individui con un'elevata tolleranza al rischio sono inclini a manifestare il *bias* di *overconfidence*, ovvero sono propensi a sovrastimare le proprie capacità e conoscenze. Secondo lo studio, i consulenti finanziari dovrebbero tenere in considerazione il fatto che i soggetti *overconfident* sono più propensi a sottostimare i rischi finanziari e che quindi potrebbero manifestare una tolleranza al rischio maggiore rispetto a quella effettiva posseduta. Gli operatori finanziari dovrebbero - oltre che a mitigare l'impatto dell'*overconfidence* nelle decisioni finanziarie - aggiustare al ribasso la stima ottenuta circa la tolleranza al rischio del cliente. Pan e Statman hanno inoltre individuato un tratto individuale che è risultato positivamente associato sia l'*overconfidence* del cliente che la sua tolleranza al rischio: la **propensione alla massimizzazione**, intesa come la volontà dell'individuo di massimizzare i benefici derivanti dalle proprie azioni. Questa tendenza è stata rilevata con maggiore frequenza negli individui di sesso maschile e nei giovani. Inoltre, gli individui che hanno manifestato questa attitudine sono risultati inclini a sperimentare la sensazione di **rimpianto**. La propensione al rimpianto è risultata più marcata nelle donne, mentre non è stata riscontrata una differenza significativa tra giovani e anziani. In aggiunta, non è stato rilevato un legame tra la propensione al rimpianto e la tolleranza al rischio manifestata dagli individui. I due studiosi hanno inoltre notato che gli individui che tendono ad attribuire il successo alla **fortuna** sono meno propensi a sperimentare rimpianto. Questa propensione risulta più marcata nelle donne, risulta inversamente associata all'*overconfidence* e positivamente associata alla tolleranza al rischio. Un'altra caratteristica oggetto di studio è stata la propensione alla **fiducia** degli individui, descritta come "*la probabilità soggettiva che le persone attribuiscono alla possibilità di non essere ingannate*". I due studiosi hanno rilevato che gli anziani sono in media più fiduciosi rispetto ai giovani, mentre non sono state riscontrate differenze significative tra uomini e donne. In aggiunta, la propensione alla fiducia è risultata positivamente associata con tolleranza al rischio e negativamente associata con la propensione al rimpianto.

Gli individui che hanno partecipato allo studio di Pan e Statman (2012) sono risultati propensi anche al *mental accounting*. Nel dettaglio, è stata rilevata una diversa tolleranza al rischio in base alla tipologia di conto mentale considerata, ossia il “conto lavoro” e il “conto investimenti”. Gli individui tra i 18 e i 24 anni hanno manifestato un’alta tolleranza al rischio nel conto investimenti e una bassa tolleranza al rischio nel conto lavoro. Viceversa, gli individui con più di 55 anni hanno manifestato una bassa tolleranza al rischio nel conto investimenti e un’alta tolleranza al rischio nel conto lavoro. Inoltre, è stata rilevata una relazione a U tra tolleranza al rischio nel contesto lavorativo ed età degli individui; mentre la relazione tra tolleranza al rischio finanziaria ed età ha manifestato un andamento decrescente costante nel tempo. Infine, le donne sono risultate in media meno tolleranti al rischio rispetto agli uomini, in linea con quanto riscontrato da altri studi empirici.

Un’ulteriore ricerca empirica condotta da Grable, Lytton e O’Neill (2004) ha indagato l’influenza del cosiddetto *projection bias* nella tolleranza al rischio degli individui. Questo *bias* descrive la circostanza secondo cui l’andamento registrato nel breve termine dai mercati finanziari viene considerato dagli investitori come una valida proiezione dei rendimenti futuri. Il *projection bias* è in grado di alterare le preferenze e le decisioni finanziarie di breve termine degli individui, con una conseguente ripercussione sui risultati finanziari di medio-lungo termine. Lo studio ha analizzato l’impatto dell’andamento di tre mercati azionari americani nella tolleranza al rischio. Nello specifico, è stata rilevata l’esistenza di un’associazione positiva e significativa tra i prezzi di chiusura settimanali degli indici NASDAQ, DowJones e S&P500 e la tolleranza al rischio degli individui. Ciò evidenzia come le tendenze di mercato di breve periodo siano in grado di alterare la capacità dell’individuo di sopportare incertezza finanziaria. Il *projection bias* può aiutare a comprendere il fenomeno dell’euforia irrazionale presentato da Shiller (2001), secondo cui gli investitori sono euforici e acquistano più titoli quando i mercati attraversano una fase positiva; mentre durante le fasi di mercato negativo essi tendono ad andare in panico e a vendere titoli. In questo contesto il consulente può svolgere un importante ruolo di

“filtro emotivo” tra l’investitore e il mercato, così come evidenziato da Gennaioli et al. (2015), nonché una funzione educativa circa queste dinamiche psicologiche e il loro impatto nelle scelte finanziarie.

Uno studio condotto da Raheja e Dhiman (2019) ha indagato l’influenza di alcuni *bias* comportamentali nella tolleranza al rischio degli investitori operanti nel sistema finanziario indiano. Nello specifico, è stato approfondito l’impatto di: conservatorismo,⁴⁴ *overconfidence*, avversione al rimpianto ed *herding*.⁴⁵ Tramite un modello di regressione multipla sono state individuate due relazioni positive e significative: (i) tra *overconfidence* e tolleranza al rischio e (ii) tra **avversione al rimpianto** e tolleranza al rischio. Inoltre, tra i due *bias*, l’*overconfidence* è risultato il predittore principale della tolleranza al rischio.

Pompian (2016) ritiene inoltre che sussista un legame tra la tolleranza al rischio dell’investitore e la tipologia di *bias* comportamentale che lo influenza in modo predominante. In dettaglio, gli investitori che manifestano il grado minore oppure maggiore di tolleranza al rischio risultano essere influenzati prevalentemente da *bias* emotivi, mentre gli investitori che manifestano una tolleranza al rischio media sono condizionati principalmente da *bias* di tipo cognitivo. Gli investitori poco tolleranti al rischio danno priorità alla protezione del capitale e vivono le instabilità e le crisi finanziarie con molta emotività. Gli investitori molto tolleranti al rischio adottano invece un approccio agli investimenti molto aggressivo, sovrastimano le proprie capacità e si lasciano condizionare dalle proprie emozioni. Al contrario, gli investitori caratterizzati da una tolleranza al rischio nella media risultano meno influenzati dall’emotività e si dimostrano più propensi a manifestare pregiudizi cognitivi. In base alla tipologia di *bias* che caratterizzano l’individuo e la sua tolleranza al rischio,

⁴⁴ Il conservatorismo è un’anomalia comportamentale derivante all’euristica dell’ancoraggio, il quale implica un aggiustamento insufficiente delle aspettative dell’investitore alle nuove informazioni.

⁴⁵ L’*herding behaviour*, noto anche come “effetto gregge”, indica la circostanza in cui l’individuo imita il comportamento attuato dalla maggioranza degli individui e non agisce in modo indipendente.

il consulente dovrebbe relazionarsi in modo diverso con il cliente, coerentemente con quanto previsto nel paragrafo 2.4 del secondo capitolo di questo elaborato.

3.3.3 Personalità degli investitori

La personalità degli individui influenza le loro decisioni, anche quelle assunte in ambito finanziario. Infatti, come affermato da Buccioli e Zarri (2017): “*due individui che non differiscono per reddito, sesso, livello di educazione, ricchezza, livello di rischio, abilità cognitive, età e persino composizione genetica potrebbero comunque compiere delle scelte finanziarie distinte a causa delle differenze negli attributi della personalità*”. La personalità può essere descritta come l’insieme dei tratti stabili che contraddistinguono un individuo dagli altri. Un tratto può essere definito come il complesso delle caratteristiche dell’individuo, prevalentemente di origine genetica e quindi costanti nel tempo, che influenzano il comportamento degli individui (Eysenck, 1990) e si manifestano tramite le abilità, le emozioni, i valori, le credenze e le passioni degli stessi.

La letteratura scientifica ha elaborato diversi modelli al fine di classificare le personalità degli individui e quello ad oggi più noto e validato risulta il *Five Factor Model* (FFM), inizialmente proposto da Allport (1937) e successivamente rielaborato da altri studiosi, tra cui gli psicologi McCrae e Costa, il quale può essere impiegato per studiare la personalità di qualsiasi individuo. Questo modello assume che il comportamento delle persone venga influenzato in modo stabile da cinque tratti di personalità (*basic tendencies*), indipendenti tra di loro e relativamente stabili nel tempo: estroversione-introversione, amicalità-sgradevolezza, coscienziosità-negligenza, nevroticismo-stabilità emotiva e apertura mentale-chiusura mentale (Soto e Jackson, 2013). Ciascun tratto rappresenta un costrutto sviluppato nel *continuum*, caratterizzato da un polo positivo ed un polo negativo. L’individuo può posizionarsi in un punto qualsiasi tra i due poli di ciascun tratto.

L’**estroversione** indica la predisposizione degli individui ad interagire con altri individui e ad intrattenere relazioni sociali. Gli individui che manifestano questo

tratto sono estroversi, loquaci, entusiasti; si trovano a proprio agio tra le persone e intrattengono facilmente nuove conversazioni. Al contrario, introversione caratterizza gli individui più riservati, tranquilli, e introversi, che interagiscono con maggiore difficoltà.

L'**amicalità** delinea l'empatia dell'individuo, la sua cordialità, la sua capacità a cooperare con gli altri e di porsi in modo amichevole ed altruista. Per converso, la sgradevolezza contraddistingue gli individui ostili, egoisti, insensibili nei confronti degli altri.

La **coscienziosità** si riferisce all'affidabilità e all'autodisciplina dell'individuo ma anche alla sua perseveranza, diligenza, scrupolosità e precisione. All'opposto, la negligenza caratterizza gli individui poco attenti, impreparati e demotivati.

Il **nevroticismo** concerne l'instabilità emotiva dell'individuo e si manifesta negli individui insicuri, irascibili, vulnerabili, permalosi, caratterizzati da ansia e frustrazione. Inversamente, la stabilità emotiva caratterizza gli individui forti e sicuri di sé, che sanno gestire le proprie emozioni e i propri impulsi.

L'**apertura mentale** descrive la predisposizione dell'individuo a vivere esperienze nuove, originali e creative. Al contrario, la chiusura mentale qualifica gli individui chiusi, conformisti, non interessati a sperimentare situazioni diverse o insolite.

Gli economisti Pan e Statman (2013) hanno condotto uno studio che ha coinvolto più di 2500 individui e il cui obiettivo è stato quello di verificare l'esistenza di un legame tra i tratti della personalità degli individui, la loro tolleranza al rischio e altre propensioni manifestate, quali *overconfidence*, fiducia e rimpianto. I due studiosi hanno rilevato che gli individui caratterizzati dai tratti di estroversione e apertura mentale manifestavano un'alta tolleranza al rischio. Al contrario, gli individui coscienziosi sono risultati meno tolleranti al rischio. In seguito, è stata studiata la relazione tra singoli tratti della personalità e propensioni. Per quanto riguarda la relazione tra personalità e *overconfidence*, gli individui molto estroversi sono risultati più predisposti ad essere *overconfident*, mentre gli individui amicali sono risultati

meno propensi a manifestare questo *bias*. La propensione al rimpianto è risultata bassa negli individui che hanno manifestato una marcata estroversione, mentre gli individui molto coscienti sono risultati più inclini a provare rimpianto. Per ciò che concerne la propensione alla fiducia, essa è risultata elevata negli individui caratterizzati da estroversione, amicalità e apertura mentale; mentre gli individui più coscienti hanno dimostrato di essere meno propensi alla fiducia.

Inoltre, Pan e Statman hanno riscontrato che alcuni tratti della personalità risultavano correlati tra di loro. L'amicalità si è dimostrata positivamente correlata sia con l'apertura mentale che con l'estroversione. La coscientità è risultata invece negativamente correlata sia con l'apertura mentale, che con l'estroversione e l'amicalità. Non è stata invece rilevata una relazione statisticamente significativa tra estroversione e apertura mentale.

Oltre a ciò, nel campione oggetto di studio, le donne hanno manifestato maggiormente i tratti di estroversione, amicalità e coscientità rispetto agli uomini. In più, il tratto dell'estroversione si è manifestato maggiormente negli individui giovani piuttosto che negli anziani, viceversa per quanto concerne l'apertura mentale e l'amicalità, che si sono manifestate maggiormente negli individui anziani. Invece, la coscientità è risultata costante tra diverse fasce di età.

Dhiman e Raheja (2018) hanno condotto una ricerca empirica su più di 500 investitori indiani, volta ad analizzare l'esistenza di una relazione tra i tratti della personalità e la tolleranza al rischio degli individui. I due studiosi hanno rilevato un collegamento statisticamente significativo solo con tre tratti della personalità. Nello specifico, l'amicalità e l'estroversione ha avuto un'influenza positiva sulla tolleranza al rischio. Al contrario, la coscientità è risultata avere un impatto negativo sulla tolleranza al rischio. Inoltre, non è stata rilevata alcuna relazione statisticamente significativa tra la tolleranza al rischio e il nevroticismo e l'apertura mentale.

Un ulteriore studio condotto da Kubilay e Bayrakdaroglu (2016) ha studiato la presenza di una relazione fra tratti della personalità, euristiche e *bias*

comportamentali e tolleranza al rischio di un gruppo composto da più di 500 investitori operanti nel mercato finanziario di Istanbul. Per quanto concerne la relazione tra personalità e tolleranza al rischio, i due studiosi si sono chiesti se questo costruito psicologico potesse essere spiegato dai cinque tratti di personalità indicati nel *Five Factor Model*. A tal fine, sono state svolte delle analisi di regressione logistica volte a studiare l’impatto di ciascun tratto di personalità nella tolleranza al rischio degli individui, rilevata tramite le scale di Grable e Lytton (1999). I risultati ottenuti sono illustrati nella Tabella 3.2.

Tabella 3.2 Relazione tra Five Factors e tolleranza al rischio degli individui

Variables	B	S.E.	Wald	P	Exp(B)	Hos.Lem.T.			Omnibus Value				
						K ²	df	P-value	K ²	P-value	2Log Likelihood	Cox&Snell R ²	Nagelkerke R ²
A Extraversion	0,25	0,13	3,77	,049*	1,29	11,1	8	,19	3,82	0,05	730,0	0,67	0,71
Constant	-0,11	0,45	6,16	,013	,32								
B Agreeableness	-0,12	0,16	,51	,047*	,88	10,3	8	,24	0,51	0,04	733,3	0,46	0,51
Constant	0,18	0,62	,08	,769	1,20								
C Conscientiousness	-0,13	0,13	1,03	,031*	,87	2,8	8	,94	1,03	0,03	732,8	0,36	0,38
Constant	0,25	0,51	,24	,624	1,28								
D Neuroticism	0,22	0,13	2,85	,020*	,80	11,0	8	,19	2,87	0,02	731,0	0,65	0,71
Constant	0,35	0,37	,89	,345	1,42								
E Openess to Exp.	0,20	0,15	1,86	,017*	1,22	4,2	8	,83	1,87	0,01	732,0	0,34	0,46
Constant	-1,03	0,57	3,25	,071	,35								

Fonte: Kubilay e Bayrakdaroglu (2016)

I due studiosi hanno rilevato che ciascuno dei cinque tratti di personalità ha avuto un ruolo statisticamente significativo nel determinare il livello di tolleranza al rischio manifestato dagli individui. Nello specifico, l’estroversione, il nevroticismo e l’apertura mentale sono risultati positivamente associati ad un elevata tolleranza al rischio. Al contrario, l’amicalità e la coscienziosità hanno indicato una bassa tolleranza al rischio.

Nello stesso studio è stata analizzata la relazione che intercorre tra i tratti della personalità, le euristiche e alcuni *bias* comportamentali. In dettaglio, sono state prese in considerazione le euristiche di rappresentatività, disponibilità e ancoraggio, come

pure i bias di *overconfidence*, ottimismo eccessivo, avversione al rimpianto ed *herding behaviour*. I risultati ottenuti sono indicati nella Tabella 3.3.

Tabella 3.3 Relazione tra personalità, euristiche e bias

	Extraversion	Agreeableness	Conscientiousness	Neuroticism	Openness to Experience
Representativeness	%86,6 P:0,013<0,05*	%97,7 P:0,035<0,05*	%96,3 P: 0,302	%62,0 P: 0,823	%96,5 P: 0,158
Availability	%85,8 P: 0,061	%98,9 P:0,045<0,05*	%96,3 P: 0,541	%62,7 P: 0,544	%97,4 P: 0,430
Anchoring	%89,8 P: 0,230	%97,7 P:0,047<0,05*	%96,7 P:0,029<0,05*	%62,8 P: 0,686	%94,9 P: 0,177
Overconfidence	%88,6 P:0,003<0,05*	%98,4 P:0,020<0,05*	%97,3 P: 0,163	%57,8 P: 0,395	%97,1 P:0,004<0,05*
Overoptimistic	%92,9 P: 0,164	%98,2 P:0,005<0,05*	%96,5 P: 0,842	%55,8 P: 0,146	%96,9 P:0,005<0,05*
Regret Aversion	%89,4 P: 0,180	%97,3 P: 0,210	%96,3 P:0,021<0,05*	%63,5 P:0,036<0,05*	%96,7 P: 0,604
Herd Effect	%89,4 P:0,020<0,05*	%98,6 P:0,027<0,05*	%96,5 P: 0,812	%64,0 P: 0,267	%96,5 P: 0,430

Fonte: Kubilay e Bayrakdaroglu (2016)

Analizzando la Tabella 3.3 si evince come gli individui caratterizzati dal tratto di estroversione hanno avuto un'elevata propensione a manifestare l'euristica di rappresentatività, *overconfidence* ed *herding behaviour*. Gli individui amicali si sono invece rivelati molto propensi a manifestare tutte e tre le euristiche, nonché il bias di *overconfidence*, eccessivo ottimismo ed *herding behavior*. La coscienziosità è risultata associata all'euristica di ancoraggio e all'avversione al rimpianto, mentre il nevroticismo è stato accostato esclusivamente a quest'ultimo bias, seppur non in modo determinate. Infatti, solo il 63,5% dei soggetti caratterizzati da nevroticismo ha manifestato avversione al rimpianto. Il tratto di apertura mentale è risultato associato ad *overconfidence* ed eccessivo ottimismo. Nel complesso, è stato messo in luce che gli individui caratterizzati dal tratto di amicalità risultano quelli più propensi a manifestare anomalie comportamentali; viceversa, gli investitori nevrotici sono risultati quelli meno influenzati da euristiche e bias.

3.4 Le modalità di rilevazione della tolleranza al rischio

Nei paragrafi precedenti sono stati analizzati alcuni dei fattori determinanti nel valutare la tolleranza al rischio degli individui secondo la letteratura economica. Tra questi, assumono un ruolo cruciale non solo i fattori sociodemografici ed economici, ma anche i comportamenti degli individui, le loro emozioni e i tratti salienti delle loro personalità. Nonostante sia stato riconosciuto l'importante ruolo svolto dalla tolleranza al rischio nel modellare le decisioni finanziarie compiute dagli individui, è stato necessario ingente sforzo da parte di economisti e psicologi prima di giungere ad una modalità attendibile e condivisa per la sua rilevazione. In ambito finanziario, nel tempo sono state proposte diverse metodologie, tra cui: i dilemmi di scelta, gli strumenti basati sull'utilità attesa, le misure di rischio oggettive, i metodi euristici e le valutazioni di rischio soggettive (Grable e Lytton, 1999).

Fino alla metà degli anni '70 era molto popolare l'impiego dei **dilemmi di scelta**, i quali si sostanziano in dei questionari in cui vengono presentati diversi scenari di rischio. L'individuo è tenuto a scegliere l'opzione di rischio preferita e da tale scelta possono essere dedotte le sue preferenze verso il rischio. Questo metodo di rilevazione presenta tuttavia diversi limiti, tra cui l'instabilità dei risultati forniti e l'inadeguata considerazione della multidimensionalità del rischio. Un altro metodo di rilevazione piuttosto diffuso fino a tempi recenti era basato sui **modelli di scelta in condizioni di incertezza**, come la Teoria dell'utilità attesa e la relativa funzione di utilità, presentate nel primo capitolo di questo elaborato. Tale modalità di rilevazione non tiene però in considerazione delle ampiamente documentate anomalie comportamentali degli individui e della discrasia esistente tra misure oggettive di rischio e rischio percepito. Successivamente, è stata proposta la rilevazione della tolleranza al rischio tramite **misure oggettive**, che può essere svolta tramite la quantificazione delle attività rischiose detenute in portafoglio dagli investitori: all'aumentare della quantità di attività rischiose, aumenta la tolleranza al rischio degli individui. Questa metodologia è stata piuttosto apprezzata dagli operatori finanziari, tuttavia presenta alcuni problemi di attendibilità. Nello specifico, le

valutazioni oggettive si basano sull'assunto che gli individui costruiscano il proprio portafoglio di investimento con razionalità, senza essere influenzati da terzi o da anomalie comportamentali; ciononostante, nella realtà, essi non sempre agiscono con razionalità e possono essere influenzati dalla realtà che li circonda. Un altro metodo di valutazione impiegato in finanza è rappresentato dai **giudizi euristici**, i quali si basano sui legami che intercorrono tra tolleranza al rischio osservata e variabili socioeconomiche. Ad esempio, si ritiene che le donne siano in media meno tolleranti al rischio e per tale ragione solitamente ricevono delle raccomandazioni di investimento più conservative rispetto agli uomini. Questi giudizi non forniscono tuttavia un'adeguata descrizione dei comportamenti degli individui, dando rilevanza anche a pregiudizi non sempre basati su una solida letteratura di riferimento. Infine, le **misure di rischio soggettive** si basano sull'autovalutazione dell'individuo circa la sua tolleranza al rischio. Diversi studi hanno evidenziato la validità di questo metodo, il quale è in grado di individuare la tolleranza al rischio percepita dall'individuo, che a sua volta rappresenta una corretta approssimazione delle decisioni finanziarie compiute dagli individui.

3.4.1 La scala di Grable e Lytton

Gli strumenti di rilevazione del rischio poc'anzi menzionati non si sono dimostrati dei validi mezzi tramite i quali valutare la tolleranza al rischio degli individui. Grable e Lytton (1999) hanno deciso di sviluppare un ulteriore strumento per esaminare questo costrutto, vista la necessità di giungere ad una modalità di rilevazione generalmente accettata, valida e attendibile, utilizzabile in molteplici ambiti, tra cui anche la profilatura della clientela da parte dei consulenti finanziari. Nel fare ciò, i due studiosi hanno ricercato dei quesiti che: (i) fossero pertinenti al concetto di rischio, (ii) potessero essere combinati tra di loro al fine di giungere ad una misura finale del costrutto, (iii) riguardassero tipiche decisioni finanziarie vissute dagli individui, (iv) fossero facili da gestire e (v) fossero validi e attendibili nel loro complesso.⁴⁶ Inoltre, era necessario che: (i) la multidimensionalità del costrutto fosse rilevata tramite quesiti semplici, (ii) le domande non fossero ripetitive e (iii) che

fossero interessanti, (iv) il questionario potesse essere completato in tempi brevi. Grable e Lytton hanno quindi raggruppato oltre 100 elementi identificati dalla letteratura come rilevanti nella valutazione della tolleranza al rischio e, dopo molteplici studi empirici, hanno selezionato 20 elementi che hanno dimostrato una robusta relazione con tale costrutto. Tramite questi fattori è stato strutturato un questionario, conosciuto come “scala di Grable e Lytton”, composto inizialmente da 20 domande in grado di rilevare in modo valido e affidabile la multidimensionalità della tolleranza al rischio. Nello specifico, il questionario conteneva domande riguardanti otto diverse dimensioni di rischio: scommesse certe o probabili, preferenze di rischio in generale, preferenze verso perdite certe e guadagni certi, esperienze e conoscenze di rischio, *comfort* verso il rischio, rischio speculativo, *prospect theory* e rischio di investimento. Ciascuna dimensione, seppur singolarmente non fosse ritenuta sufficiente a fornire una rappresentazione della tolleranza al rischio dell’individuo, lo era se analizzata congiuntamente a tutte le altre. Dopo aver testato lo strumento, è stato riscontrato che sette degli elementi contenuti nel questionario potevano essere omessi e dimensioni di rischio potevano essere suddivise in tre gruppi. Di conseguenza, ad oggi, il test di Grable e Lytton si compone di 13 quesiti e le dimensioni di rischio analizzate sono: (i) rischio di investimento, (ii) *comfort* ed esperienza verso il rischio e (iii) rischio speculativo. Per verificare la validità di questo strumento, ne sono stati confrontati i risultati con una misura di rischio soggettiva impiegata nel *Survey of Consumer Finances*,⁴⁷ la quale veniva ampiamente utilizzata al fine di rilevare la tolleranza al rischio nel contesto statunitense e veniva considerata una misura approssimativa di questo costrutto.

Nel dettaglio, il quesito singolo era:

⁴⁶ Un questionario si ritiene valido se è in grado di misurare realmente ciò per cui era stato prefissato, e attendibile se consente di ottenere una misura il cui margine di errore è contenuto (Roszkowski et al., 2005).

⁴⁷ Il *Survey of Consumer Finances* è un’indagine statistica, realizzata su base triennale, che analizza le caratteristiche demografiche, reddituali e pensionistiche della popolazione statunitense.

“Quale delle seguenti affermazioni si avvicina di più alla quantità di rischio finanziario che sei disposto ad assumere quando risparmi o fai investimenti?”

- 1. Assumo un notevole rischio finanziario aspettandomi di ottenere dei cospicui rendimenti;*
- 2. Assumo un rischio finanziario sopra la media aspettandomi di ottenere dei rendimenti sopra la media;*
- 3. Assumo un rischio finanziario medio aspettandomi di ottenere dei rendimenti nella media;*
- 4. Non sono disposto ad assumere alcun rischio finanziario.”*

I risultati ottenuti hanno fornito una correlazione tra i due strumenti di 0,54 e hanno permesso di constatare come una singola domanda non fosse in grado di rilevare la multidimensionalità della tolleranza al rischio come la scala di Grable e Lytton (1999). In una ricerca successiva, i due studiosi hanno rilevato che i risultati forniti dal loro strumento erano positivamente associati al possesso di titoli rischiosi da parte degli individui e negativamente associati alla detenzione di obbligazioni e liquidità (Grable e Lytton, 2003). Questa evidenza è coerente con quanto previsto dalla *Modern Portfolio Theory* elaborata da Markowitz (1952), secondo la quale è possibile ottenere dei rendimenti maggiori solo se ci si assume un rischio finanziario maggiore. In questi anni, la scala di Grable e Lytton è stata ampiamente utilizzata per rilevare la tolleranza al rischio degli individui, e molteplici studi ne confermano la sua attendibilità e validità (Kuzniak et al., 2015).

3.5 I limiti della profilatura tramite questionari MiFID

Nel primo paragrafo di questo capitolo sono state presentate le informazioni che i consulenti finanziari sono tenuti a raccogliere nella fase di valutazione di adeguatezza, preliminarmente alla prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti. Tra le varie informazioni, la normativa vigente ha richiesto agli operatori finanziari di rilevare la tolleranza al rischio degli investitori, senza però

definirne il concetto e le relative modalità di rilevazione. La letteratura scientifica si è occupata del tema già da diverso tempo, definendo il concetto e analizzando i fattori che lo influenzano. Tuttavia, diversi studi hanno evidenziato che i questionari MiFID impiegati dagli operatori finanziari non sono in grado di rilevare in modo esaustivo la tolleranza al rischio dei clienti. Ciò si ripercuote nella capacità di ricostruire il profilo dell'investitore in modo congruente alle sue caratteristiche comportamentali ed emotive. L'inadeguatezza del processo di profilatura è riconducibile a due criticità: (i) l'impiego di modalità difformi e incomplete di raccolta e di elaborazione delle informazioni rispetto a quanto richiesto dalla normativa (Linciano e Soccorso, 2012; Linciano et al., 2022) e (ii) la scarsa importanza che viene attribuita ai fattori psicologici ed emotivi all'interno dei questionari (Pan e Statman, 2012, 2013; Pompian, 2006).

Per quanto concerne il primo aspetto di criticità, Marinelli e Mazzoli (2010) hanno analizzato alcuni questionari MiFID attraverso un approccio empirico. Le due studiose hanno profilato 100 individui tramite l'impiego di 3 questionari MiFID distinti, utilizzati da tre banche italiane, al fine di verificare la coerenza dei 3 profili ottenuti per ciascun individuo. Dall'analisi dei risultati è emerso che il medesimo individuo, profilato tramite questionari MiFID diversi, veniva associato a classi di rischio distinte. Nel dettaglio, nel 77% dei casi l'individuo veniva classificato dai tre questionari in una categoria di rischio distinta. Ciò risultava collegato all'impiego di metodi disomogenei di raccolta e valutazione di informazioni. Lo stesso studio ha rinvenuto anche un secondo aspetto di criticità. Invero, i questionari analizzati sono risultati molto precisi e attenti nel rilevare parametri oggettivi (come reddito, impegni finanziari, esperienze e conoscenze finanziarie), però hanno tralasciato completamente altri elementi soggettivi (come profilo di rischio e preferenze verso il rischio), la cui rilevanza non è trascurabile.

Un ulteriore studio condotto da Linciano e Soccorso (2012) ha analizzato 20 questionari MiFID impiegati dagli intermediari finanziari italiani ai fini di valutazione dell'adeguatezza. Nello specifico, sono stati esaminati i contenuti dei

questionari, la struttura e le modalità di somministrazione. Inoltre, i vari intermediari sono stati intervistati con riguardo alle modalità di costruzione dei questionari, le modalità mediante le quali venivano determinati i profili di rischio dei clienti, le modalità di somministrazione dei questionari e gli aggiornamenti. Con riguardo ai contenuti dei questionari analizzati, si è rilevato che essi erano aderenti alla normativa comunitaria ma non includevano tutti gli elementi rilevanti menzionati dalla letteratura economica. Tutti i questionari contenevano almeno una domanda relativa alle tre macroaree individuate dalla direttiva MiFID I, ma non tutti ricoprivano i vari elementi indicati nella sua direttiva attuativa. Relativamente alle **domande sociometriche**, la maggior parte dei questionari non rilevava né l'età del cliente né la composizione del suo nucleo familiare e neppure lo stato civile del cliente. Si tratta, in tutte e tre i casi, di informazioni che possono essere rilevanti al fine di valutare la situazione finanziaria dell'individuo nonché la sua tolleranza al rischio, come dimostrato da diversi studi empirici precedentemente menzionati. Per ciò che concerne le informazioni relative alle **conoscenze ed esperienze** del cliente, si è riscontrato un eccessivo utilizzo dell'impiego dell'auto-profilazione, dalla quale possono derivare risposte poco attendibili giacché gli individui manifestano la tendenza di sopravvalutare le proprie capacità (*bias di overconfidence*). In aggiunta, nessuno dei questionari affrontava direttamente la conoscenza del cliente circa alcuni concetti finanziari di base, come la relazione rischio-rendimento, l'inflazione e i concetti di capitalizzazione/attualizzazione, quesiti indispensabili per comprendere l'alfabetizzazione finanziaria dell'individuo e la sua conoscenza del rischio. La sezione dei questionari volta ad approfondire la **situazione finanziaria** dell'individuo ha trascurato alcuni temi importanti, come le coperture assicurative e previdenziali dell'individuo. Inoltre, la maggior parte dei questionari ha posto delle domande relative agli impegni finanziari regolari, tralasciando i potenziali esborsi straordinari. La sezione dei questionari che è risultata più insoddisfacente è risultata quella relativa agli **obiettivi di investimento** del cliente. In particolare, molti questionari non contenevano neanche una domanda sulle preferenze di rischio dell'investitore, solo la metà ha posto almeno una domanda circa il profilo di rischio

del cliente; in due casi si è addirittura rilevata l'assenza di domande relative al concetto di rischio ed ai concetti ad esso collegati. Inoltre, la maggioranza dei questionari non ha utilizzato domande chiare e precise al fine di rilevare le diverse grandezze collegate al rischio: l'attitudine al rischio, la capacità di sopportare il rischio, la tolleranza al rischio venivano affrontati in modo superficiale e indistinto. Nel complesso, questo studio ha evidenziato come gli intermediari finanziari si siano limitati a rispettare i requisiti minimi imposti dalla normativa europea, tralasciando altri elementi ritenuti rilevanti dalla letteratura economica nonché dagli studi di finanza comportamentale, collegati alla valutazione della tolleranza al rischio degli individui. Inoltre, i questionari MiFID analizzati non hanno tenuto conto della multidimensionalità del concetto di rischio.

Alla luce dell'introduzione della direttiva MiFID II e delle altre normative emanate a livello europeo presentate nel primo paragrafo di questo capitolo, gli intermediari finanziari hanno progressivamente modificato la struttura e i contenuti dei propri questionari di adeguatezza. Nel 2022, la Consob ha condotto un'ulteriore indagine volta ad analizzare l'evoluzione dei questionari di adeguatezza predisposti dagli intermediari alla luce delle modifiche normative introdotte dalla MiFID II e dei nuovi orientamenti pubblicati dall'ESMA (Linciano et al., 2022). Nel dettaglio, sono stati analizzati 22 questionari di adeguatezza proposti da intermediari finanziari italiani, i quali rappresentano circa la metà del totale delle masse gestite a livello nazionale. L'indagine ha rilevato che la qualità dei questionari di adeguatezza è migliorata rispetto al 2012 ma sono stati evidenziati ulteriori margini di miglioramento. L'analisi dei questionari è avvenuta in modo analogo a quanto fatto nel 2012: il contenuto dei questionari è stato confrontato con le prescrizioni normative e con la letteratura economica, in particolare con le evidenze di finanza comportamentale e psicologia cognitiva. In generale, si è rilevato che i questionari sono più chiari e completi rispetto al 2012, anche con riguardo agli algoritmi utilizzati per elaborare i profili dei clienti. Tuttavia, sono rimasti alcuni elementi da migliorare. Nello specifico, persistono domande basate sull'autovalutazione del cliente e non viene

compiuta la piena valorizzazione di tutte le informazioni raccolte. Inoltre, sarebbe consigliato ponderare dei punteggi delle domande in base alla difficoltà delle stesse.

Con riguardo alla seconda criticità dei questionari, Pan e Statman (2012) hanno evidenziato in generale cinque lacune che caratterizzano la profilatura della clientela tramite questionari da un punto di vista comportamentale. Nello specifico, essi sostengono che i questionari di profilatura della clientela sono inadeguati perché:

1. Non valutano opportunamente il carattere multidimensionale del concetto di tolleranza al rischio. Invero, gli individui possiedono una tolleranza al rischio distinta per ciascun obiettivo/conto mentale di riferimento. Stimare un'unica tolleranza al rischio non permette di cogliere il ragionamento per conti mentali attuato dagli individui.
2. Le procedure impiegate per analizzare le informazioni ottenute e ricostruire il profilo del cliente non sono generalmente basate su un solido impianto teorico, ma bensì su criteri operativi di dubbia validità. Ciò conduce a classificare il medesimo cliente in modo diverso in base al questionario di valutazione impiegato, così come documentato da Marinelli e Mazzoli (2010).
3. Non considerano che la tolleranza al rischio manifestata dall'individuo varia in base alle emozioni e alle circostanze. Ad esempio, nel paragrafo 3.3.2 è stato messo in luce come recenti rialzi dei mercati finanziari possano condurre ad un aumento della tolleranza al rischio degli individui. Al contrario, in caso di ribasso dei mercati finanziari, la tolleranza al rischio tende a ridursi.
4. Non tengono conto del fatto che la tolleranza al rischio varia in base alla prospettiva attraverso cui avviene la valutazione, ossia in ottica retrospettiva oppure prospettica. Gli individui soggetti all'*hindsight bias* sono propensi al rammarico e in tale circostanza le decisioni e le esperienze passate influenzano in modo determinate le decisioni future (Cervellati, 2024). La tolleranza al rischio sembra quindi manifestare un andamento *path-dependent*: varia in base agli accadimenti passati. La valutazione di questo costrutto dovrebbe quindi

non solo tenere in considerazione le aspettative del cliente, ma anche le sue esperienze finanziarie passate.

5. Altre propensioni oltre alla tolleranza al rischio sono rilevanti nel determinare il profilo del cliente, come l'*overconfidence* e la fiducia ma anche i tratti della personalità che caratterizzano gli individui.

Con riguardo alla quinta problematica identificata da Pan e Statman (2012), nel terzo paragrafo di questo elaborato è stato messo in luce come la tolleranza al rischio degli individui sia influenzata non solo da fattori sociodemografici ed economici, ma anche dai *bias* comportamentali e dai tratti della personalità degli stessi. Seppur alcune delle evidenze riscontrate dagli studiosi di finanza comportamentale siano state implementate nella normativa europea, la struttura dei questionari più essere ulteriormente migliorata, ad esempio tenendo conto della personalità degli individui e della sua influenza nelle decisioni finanziarie. Inoltre, un altro aspetto migliorabile riguarda la possibilità di attribuire maggiore importanza alle emozioni dell'individuo.

I consulenti finanziari, in fase di profilatura della clientela e nell'esercizio della loro attività di consulenza, non dovrebbero limitarsi a rispettare gli obblighi normativi in tema di adeguatezza ma bensì dovrebbero sforzarsi ad implementare maggiormente nella loro professione le evidenze comportamentali riscontrate dalla letteratura scientifica (Soccorso, 2012). Così facendo, essi potranno raggiungere una migliore e più completa conoscenza dei propri clienti, della loro tolleranza al rischio, del funzionamento della loro mente e delle loro emozioni. Parallelamente all'impiego dei questionari MiFID, il consulente potrebbe servirsi nella propria attività di ulteriori strumenti, come il *Five Factor Model* per rilevare i tratti che caratterizzano la personalità dell'investitore, oppure la scala di Grable e Lytton (1999) per rilevarne più accuratamente la tolleranza al rischio.

4. Un'analisi empirica degli elementi che influiscono sulla tolleranza al rischio

Nel primo capitolo di questo elaborato è stata messa in luce la limitata razionalità che caratterizza gli individui quando devono compiere delle scelte in condizioni di incertezza. In seguito, sono state approfondite alcune delle principali anomalie comportamentali che influenzano le scelte di investimento degli individui, la cui origine può essere di tipo cognitivo oppure emotivo. In questo contesto, la figura professionale del consulente finanziario è stata presentata come mezzo tramite il quale è possibile contenere e mitigare l'impatto di queste anomalie. Nel secondo capitolo di questo elaborato è stata analizzata nel dettaglio questa figura e le principali funzioni da essa svolte. Seppur la maggioranza della letteratura economica concordi sul fatto che gli individui assistiti da un consulente non ottengono *performance* finanziarie migliori rispetto a coloro che operano in autonomia, sono stati riscontrati diversi benefici nell'avvalersi del servizio di consulenza. Tra questi meritano una menzione il ruolo educativo e il ruolo fiduciario. Diversi studi hanno inoltre riscontrato che gli individui assistiti da un consulente sono meno propensi a manifestare anomalie comportamentali (Shapira e Venezia, 2001), confermando l'ipotesi formulata nel primo capitolo di questo elaborato. Lo strumento fondamentale che il consulente può impiegare a questo fine è il questionario di adeguatezza MiFID, che presuppone la raccolta di un insieme di informazioni del cliente, attraverso le quali è possibile ricostruire il profilo dello stesso e la sua tolleranza al rischio. Nel terzo capitolo di questo elaborato sono quindi stati analizzati nel dettaglio i questionari di adeguatezza e il concetto di tolleranza al rischio, gli elementi che influenzano quest'ultimo e i limiti dei questionari di adeguatezza nel rilevarlo correttamente.

In questo quarto e ultimo capitolo è stata svolta un'analisi empirica con l'obiettivo di analizzare alcuni dei temi affrontati in questo elaborato. Tra questi, il tema prioritario è stato il concetto di tolleranza al rischio e nel dettaglio si è cercato di fornire una

risposta al seguente quesito: *quali elementi – oltre a quelli contenuti nei questionari di adeguatezza MiFID – sono utili al fine di rilevare in modo più accurato la tolleranza al rischio degli investitori?* Tra questi elementi, sono stati esaminati alcuni degli aspetti comportamentali presentati nel primo capitolo, i tratti di personalità esposti nel terzo capitolo e l'alfabetizzazione finanziaria degli individui. Altri elementi di interesse sono stati alcuni dei fattori sociodemografici solitamente tralasciati nei questionari di adeguatezza impiegati dagli intermediari finanziari, come il possesso di almeno un immobile di proprietà. Inoltre, è stato approfondito l'aspetto generazionale: ci si è chiesti se l'appartenenza a generazioni differenti è associabile ad attitudini al rischio distinte. L'analisi empirica è stata basata su un campione di individui che ricorrono al servizio di consulenza in materia di investimenti prestato da due note società di consulenza finanziaria in Italia: Mediobanca Premier e Fideuram. La struttura e i contenuti del questionario, nonché le modalità di distribuzione dello stesso, sono state illustrate nel seguente paragrafo.

4.1 Struttura e contenuti del questionario

I dati necessari per svolgere l'analisi empirica sono stati raccolti tramite il *software* Qualtrics, il quale consente di realizzare e distribuire dei questionari dall'interfaccia chiara e in modo agevole. È stato quindi costruito un questionario rivolto agli individui che usufruiscono del servizio di consulenza in materia di investimenti. Il questionario è stato condiviso con cinque consulenti finanziari, i quali, a loro volta, lo hanno diffuso con un gruppo eterogeneo di loro clienti. Ogni consulente ha attribuito a ciascun cliente un codice identificativo da inserire in fase di compilazione del questionario e tramite il quale è stato possibile associare ai clienti alcune informazioni fornite dal relativo consulente in merito al loro portafoglio di investimento. La compilazione del questionario ha richiesto circa 15 minuti e le domande sono state poste in diversi formati, al fine di rendere il processo scorrevole e piacevole. Il questionario è stato composto da circa 30 domande, strutturate in

cinque blocchi, ciascuno destinato a raccogliere diverse tipologie di informazioni. Un modello del questionario è stato riportato integralmente nell'Appendice A.

Nel primo blocco si è cercato di rilevare l'alfabetizzazione finanziaria dell'individui, tramite l'impiego di cinque quesiti, selezionati tra alcuni dei più utilizzati dalla letteratura economica a questi fini (Lusardi, 2011). Nel dettaglio, gli aspetti analizzati tramite ciascun quesito sono stati: la capitalizzazione composta, l'inflazione, il valore temporale del denaro, gli strumenti azionari e la diversificazione.

Il secondo blocco del questionario ha avuto l'obiettivo di rilevare l'influenza di alcune delle anomalie comportamentali analizzate nel primo capitolo di questo elaborato nelle decisioni di investimento degli individui. Tra queste, sono state analizzate: *mental accounting*, *overconfidence*, *status quo bias*, *home bias*, *regret aversion*, *short-term bias*, *herding behaviour*. Inoltre, sono state analizzate due propensioni individuate da Pan e Statman (2012) come rilevanti nella valutazione della tolleranza al rischio degli individui: la propensione alla massimizzazione e la propensione ad attribuire il successo alla fortuna. Due quesiti hanno riguardato la frequenza secondo cui l'individuo controllare il proprio portafoglio di investimenti e le fonti utilizzate per informarsi sugli investimenti.

Il terzo blocco del questionario ha analizzato i tratti di personalità degli individui. In particolare, è stato impiegato un test TIPI (*Ten Item Personality Inventory*) in linea con quello formalizzato da Gosling et al. (2003). Questo breve test ha richiesto agli individui di specificare quanto si sono sentiti descritti da dieci diversi aggettivi, riconducibili ai cinque tratti di personalità individuati tramite il *Five Factor Model* (Soto e Jackson, 2013).

Il quarto blocco del questionario ha cercato di rilevare la tolleranza al rischio degli individui ed è stato composto da quattro domande. Specificatamente, il primo quesito ha avuto lo scopo di rilevare la tolleranza al rischio soggettiva degli individui, chiedendo loro di auto-valutare la propria tolleranza al rischio. Il secondo quesito ha avuto l'obiettivo di rilevare la percezione del rischio ed ha esaminato a

cosa viene associato il termine “rischio”. Due ulteriori quesiti sono stati estrapolati dalla scala di Grable e Lytton (1999) e hanno avuto lo scopo di valutare la coerenza nella propria valutazione della tolleranza al rischio. Nel dettaglio, il terzo quesito chiedeva all’individuo di indicare come sarebbe stato descritto da un amico in merito alla propria attitudine al rischio, mentre il quarto quesito chiedeva di scegliere l’opzione preferita tra quattro possibili investimenti i cui possibili rendimenti erano stati esplicitati. Tramite queste domande si è voluta studiare il livello di coerenza che ciascun individuo possiede nell’auto-valutare la propria tolleranza al rischio, mediante l’impiego di quesiti che rappresentano il fenomeno sotto punti di vista distinti.

Nel quinto e ultimo blocco sono stati inseriti alcuni quesiti volti a rilevare aspetti sociodemografici ed economici ritenuti rilevanti dalla letteratura nel rilevare la tolleranza al rischio degli individui. Tra questi, si citano: il genere, la generazione di appartenenza⁴⁸, lo stato civile, il reddito, il patrimonio e il possesso di un immobile. I dati ottenuti tramite il questionario sono stati combinati con le informazioni fornite dai consulenti tramite l’impiego dei codici identificativi e sono stati analizzati attraverso i software Excel e R Studio. Tra le informazioni fornite dai consulenti, quelle più rilevanti sono: il valore del portafoglio di investimento e la percentuale di fondi investiti in strumenti azionari, obbligazionari e monetari.

⁴⁸ Nel dettaglio, il quesito presentava quattro opzioni di scelta: i) 1946-1964; ii) 1965-1980; iii) 1981-1996; iv) 1997-2012, le quali hanno permesso di rilevare l’appartenenza rispettivamente alle seguenti generazioni: *Boomers*, *Generazione X*, *Millennials*, *Generazione Z*.

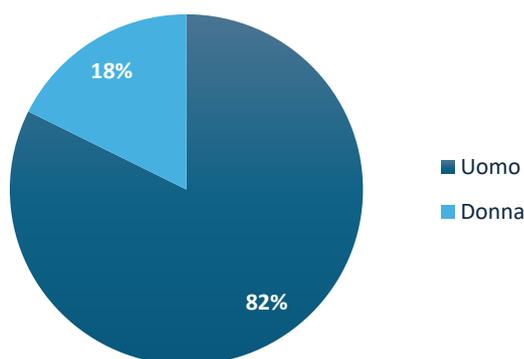
4.2 Statistiche descrittive del campione analizzato

Il questionario clienti è stato attivo per circa 4 settimane, dal 1° maggio al 31 maggio 2024. Il questionario è stato condiviso con cinque consulenti e ciascuno ha somministrato tale questionario ad un campione eterogeneo di clienti per genere, età, educazione, reddito e patrimonio. In totale sono state raccolte 85 osservazioni:

- 29 risposte sono arrivate da parte dei clienti del Consulente 1;
- 23 risposte sono arrivate da parte dei clienti del Consulente 2;
- 14 risposte sono arrivate da parte dei clienti del Consulente 3;
- 6 risposte sono arrivate da parte dei clienti del Consulente 4;
- 13 risposte sono arrivate da parte dei clienti del Consulente 5.

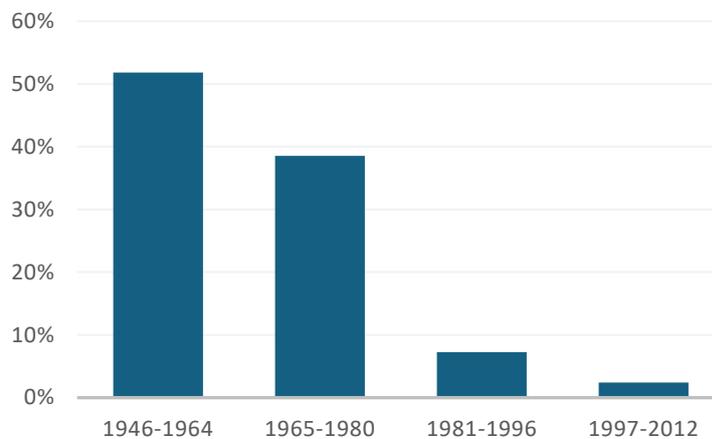
Il campione aggregato risulta composto in prevalenza da uomini (82% contro il 18% di genere femminile) e le generazioni più presenti risultano i *Boomers* (nati tra il 1946 e il 1964) e la Generazione X (nati tra il 1965 e il 1980). Al contrario, *Millennials* e Generazione Z rappresentano meno del 10% del campione.

Figura 4.1 Suddivisione di genere nel campione



Fonte: elaborazione personale

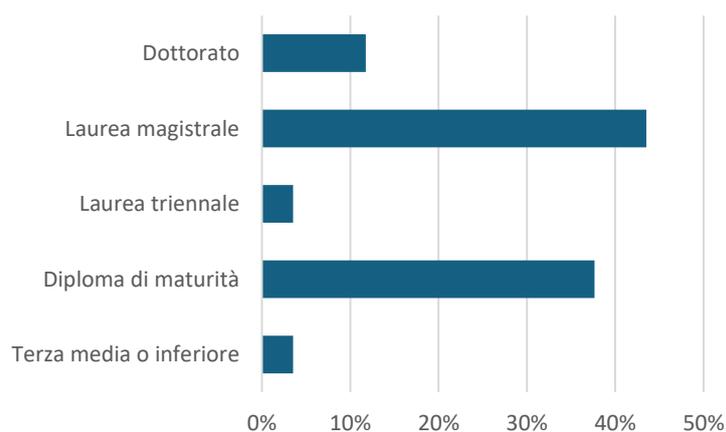
Figura 4.2 Differenze generazionali del campione



Fonte: elaborazione personale

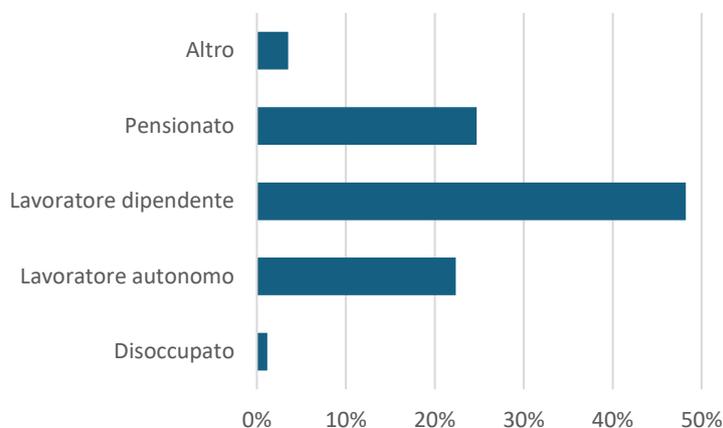
Per ciò che concerne l'educazione degli individui partecipanti allo studio, essa risulta molto elevata in quanto oltre il 40% degli individui possiede una laurea magistrale o un titolo di studio equivalente a ciclo unico e il 12% ha conseguito un dottorato di ricerca o un'altra specializzazione post-laurea. La situazione lavorativa più diffusa risulta quella di lavoratore dipendente, seguita da pensionato e lavoratore autonomo.

Figura 4.3 Livello di educazione più elevato del campione



Fonte: elaborazione personale

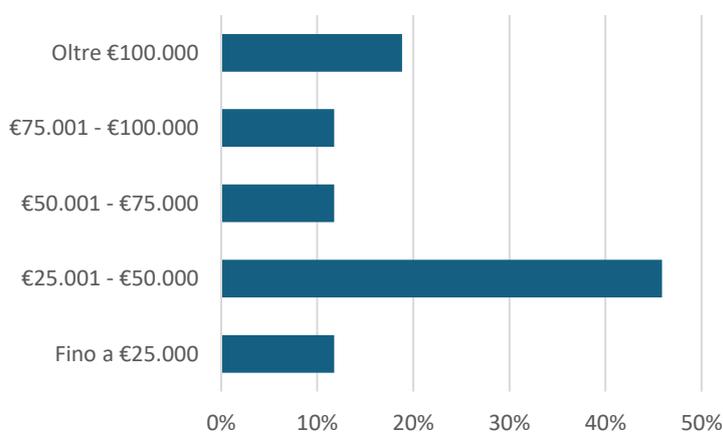
Figura 4.4 Situazione lavorativa del campione



Fonte: elaborazione personale

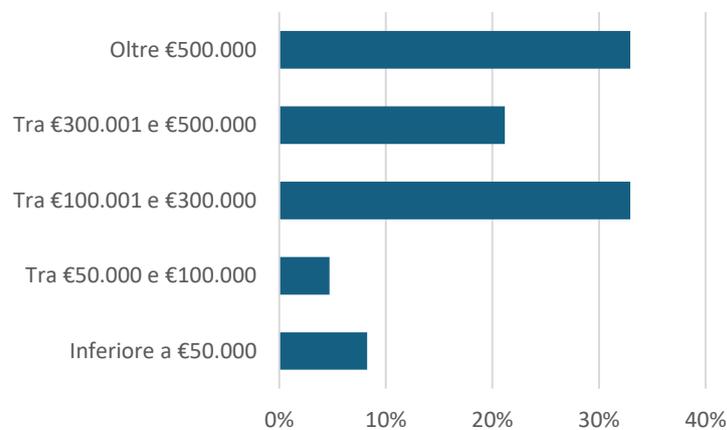
Il reddito medio risulta concentrato per quasi il 50% dei rispondenti nella fascia €25.001-€50.000 euro all'anno, quasi il 20% dichiara di percepire oltre €100.000 all'anno e la parte restante degli individui si distribuisce omogeneamente tra le altre tre classi di reddito, ossia: fino a €25.000, €50.001-€75.000 e €75.001-€100.000. Inoltre, il patrimonio finanziario posseduto risulta piuttosto elevato, in quanto oltre il 50% del campione dichiara di possedere un patrimonio superiore ai 300.000 euro. Infine, circa il 90% dei rispondenti possiede almeno un immobile di proprietà.

Figura 4.5 Distribuzione del reddito del campione



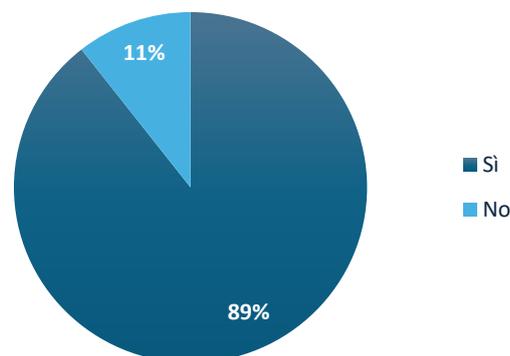
Fonte: elaborazione personale

Figura 4.6 Distribuzione del patrimonio finanziario del campione



Fonte: elaborazione personale

Figura 4.7 Individui che possiedono almeno un immobile



Fonte: elaborazione personale

Tramite l'impiego del test di Kruskal-Wallis si è studiata la presenza di differenze statisticamente significative tra gli individui assistiti da consulenti diversi per ciò che concerne le variabili poc'anzi analizzate, ossia: genere, generazione, educazione, situazione lavorativa, reddito, patrimonio e possesso di immobili. Il test di Kruskal-Wallis è un test non parametrico che permette di verificare se più sotto-campioni possiedono la stessa distribuzione e provengono dalla stessa popolazione oppure se almeno uno di essi proviene da una popolazione distinta. Nel dettaglio, l'ipotesi

nulla H0 presuppone che gli individui provengano dalla stessa popolazione, viceversa l'ipotesi alternativa H1 presuppone che almeno un sottocampione derivi da una popolazione diversa. Questo test è stato svolto per ciascuna variabile e non ha evidenziato differenze statisticamente significative tra i sotto-campioni, in quanto tutti i *p-value* ottenuti superavano la soglia limite del 5%. Pertanto, le statistiche descrittive complessive sono in grado di rappresentare adeguatamente le caratteristiche di tutti i sotto-campioni.

I dati ottenuti tramite il questionario compilato dai clienti sono state integrati con alcune informazioni fornite dai rispettivi consulenti. Nello specifico, i consulenti hanno indicato per i rispettivi clienti: il valore del portafoglio gestito, la suddivisione percentuale tra strumenti azionari, obbligazioni e monetari e la durata della relazione.

Tabella 4.1 Dati di portafoglio – Consulente 1

<i>Variabile</i>	<i>Osservazioni</i>	<i>Media</i>	<i>Dev. Std.</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
<i>Portafoglio</i>	29	€251.667	310.638,30	10.000	1.300.000
<i>% Azioni</i>	29	70,93%	0,269	0,00%	100%
<i>% Obbligazioni</i>	29	29,07%	0,269	0,00%	100%
<i>Durata rapporto</i>	29	8	5,061	2	20

Fonte: elaborazione personale

Tabella 4.2 Dati di portafoglio – Consulente 2

<i>Variabile</i>	<i>Osservazioni</i>	<i>Media</i>	<i>Dev. Std.</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
<i>Portafoglio</i>	23	€372.521	478.837,7	0	2.292.000
<i>% Azioni</i>	23	38,70%	0,186	0	70,00%
<i>% Obbligazioni</i>	23	49,13%	0,198	0	80,00%
<i>Durata rapporto</i>	23	16	8,699	1	25

Fonte: elaborazione personale

Tabella 4.3 Dati di portafoglio – Consulente 3

<i>Variabile</i>	<i>Osservazioni</i>	<i>Media</i>	<i>Dev. Std.</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
<i>Portafoglio</i>	14	€288.571	335.194,1	50.000	1.400.000
<i>% Azioni</i>	14	15,36%	0,114	0	30%
<i>% Obbligazioni</i>	14	77,50%	0,239	0	100%
<i>Durata rapporto</i>	14	16	11,413	1	30

Fonte: elaborazione personale

Tabella 4.4 Dati di portafoglio – Consulente 4

<i>Variabile</i>	<i>Osservazioni</i>	<i>Media</i>	<i>Dev. Std.</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
<i>Portafoglio</i>	6	€296.667	618636,33	10.000	1.780.000
<i>% Azioni</i>	6	73%	0,216	50%	100%
<i>% Obbligazioni</i>	6	27%	0,216	0%	50%
<i>Durata rapporto</i>	6	15	5,586	7	20

Fonte: elaborazione personale

Tabella 4.5 Dati di portafoglio – Consulente 5

<i>Variabile</i>	<i>Osservazioni</i>	<i>Media</i>	<i>Dev. Std.</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
<i>Portafoglio</i>	13	€382.750	376.851,7	101.000	1.258.000
<i>% Azioni</i>	13	48,62%	0,142	20,00%	81,00%
<i>% Obbligazioni</i>	13	41,77%	0,174	8,00%	80,00%
<i>Durata rapporto</i>	13	13	7,559	1	25

Fonte: elaborazione personale

Osservando i dati indicati nelle tabelle si riscontra che i consulenti 2 e 5 gestiscono dei portafogli mediamente più elevati rispetto ai consulenti 1, 3 e 4. La durata media

del rapporto di consulenza è uguale per i consulenti 3 e 5, leggermente più breve per i consulenti 2 e 4; mentre il consulente 1 risulta quello con una durata media del rapporto di consulenza inferiore, coerentemente con il fatto che è colui che esercita l'attività da meno tempo, come confermato dal consulente stesso. Si riscontra inoltre un'ampia eterogeneità sia con riguardo all'ammontare dei portafogli gestiti – che va da poche migliaia di euro fino ad alcuni milioni – sia con riguardo alla durata del rapporto di consulenza, a conferma del fatto che il campione di clienti selezionato da ciascun consulente è variegato e rappresentativo di diverse tipologie di clienti.

Oltre a ciò, risalta visivamente il differente utilizzo di strumenti azionari in portafoglio. Al fine di indagare ulteriormente questo aspetto è stato svolto un test di Kruskal-Wallis. Tramite di esso si è voluto verificare se il possesso di strumenti azionari da parte dei clienti varia in base al consulente che li assiste in modo statisticamente significativo. Il test ha fornito un *p-value* inferiore all'1% pertanto possiamo rifiutare l'ipotesi nulla e accettare l'ipotesi alternativa secondo la quale i clienti assistiti da consulenti diversi possiedono in media un'*asset allocation* diversa. Considerando che i clienti dei vari consulenti sono in media omogenei tra di loro, risulta interessante notare come la composizione dei loro portafogli risulti in media statisticamente diversa. Questo risultato permette di ipotizzare che la percentuale di strumenti azionari detenuta in portafoglio sia influenzata da altri fattori, che vanno oltre le caratteristiche sociodemografiche ed economiche degli individui.

Figura 4.8 Kruskal-Wallis test – Percentuale azionaria per consulenti

```
> kruskal.test(equity~CF)

Kruskal-wallis rank sum test

data:  equity by CF
Kruskal-wallis chi-squared = 43.022, df = 4, p-value =
1.024e-08
```

4.3 Analisi sull'auto-valutazione della tolleranza al rischio

Nel terzo capitolo di questo elaborato è stato analizzato nel dettaglio il concetto di tolleranza al rischio e le sue diverse sfaccettature. La letteratura sul tema suddivide generalmente la tolleranza al rischio in oggettiva e soggettiva, dove la prima indica la capacità finanziaria dell'individuo di sopportare rischi finanziari e la seconda indica la capacità emotiva dell'individuo di tollerare il rischio. Cordell (2001) riconosce l'importanza anche della conoscenza del rischio, cioè la conoscenza posseduta dall'individuo circa il rischio e i concetti ad esso collegati, e la propensione al rischio, intesa come l'insieme delle scelte finanziarie compiute in passato dall'individuo. Ai fini di questo elaborato non è stato possibile analizzare le quattro dimensioni di rischio proposte da Cordell. Si è cercato invece di rilevare la tolleranza al rischio tramite dei quesiti che affrontavano il concetto da prospettive differenti, così da mettere alla prova la congruità dell'individuo nell'auto-valutare la propria tolleranza al rischio. Nel questionario clienti sono state inserite tre domande volte ad analizzare la tolleranza al rischio manifestata dagli individui. Tali domande hanno avuto lo scopo di esaminare l'atteggiamento del cliente nei confronti del rischio da tre prospettive diverse. Nello specifico, le domande inserite sono:

1. *La tua disponibilità a sostenere rischi finanziari è:*

- a) *Non sono disposto/a a sostenere rischi finanziari*
- b) *Inferiore alla media*
- c) *Nella media*
- d) *Superiore alla media*

2. *In generale, come ti descriverebbe un tuo amico in relazione alla tua attitudine al rischio?*

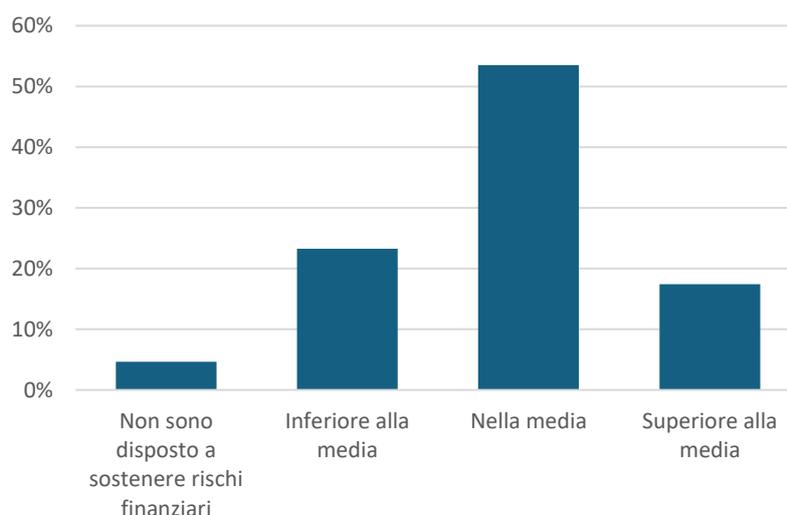
- a) *Una persona che evita ogni rischio*
- b) *Cauto*
- c) *Disposto a correre dei rischi dopo aver completato una ricerca adeguata*
- d) *Un vero giocatore d'azzardo*

3. Dati i seguenti possibili scenari di un investimento, quale preferiresti?

- a) 200€ di guadagno nel migliore dei casi; guadagno/perdita di 0€ nel caso peggiore
- b) 800€ di guadagno nel migliore dei casi; perdita di 200€ nel caso peggiore
- c) 2600€ di guadagno nel migliore dei casi; perdita di 800€ nel caso peggiore
- d) 4800€ di guadagno nel migliore dei casi; perdita di 2400€ nel caso peggiore

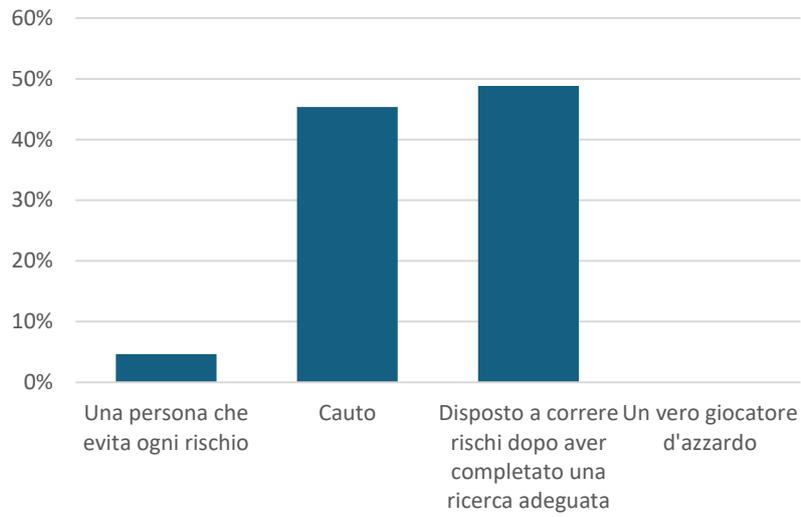
In ciascun quesito le risposte sono state valutate utilizzando un punteggio da 1 a 4, dove 1 evidenziava una tolleranza al rischio nulla e 4 evidenziava un'elevata tolleranza al rischio. Questi quesiti hanno indagato il processo tramite cui l'individuo valuta la propria tolleranza al rischio, affrontando il fenomeno da prospettive diverse. Nel dettaglio, troviamo: i) una prospettiva "interna", rappresentata dal primo quesito, in cui l'individuo fornisce una visione propria di sé stesso; ii) una prospettiva "esterna", indagata nel secondo quesito, dove si chiede di fornire una visione esterna di sé stessi, ed infine iii) una prospettiva "monetaria", esaminata tramite il terzo quesito, in cui l'individuo è chiamato a scegliere un'opzione investimento, potendo selezionare profili di rischio diversi. Ciascuna prospettiva è stata analizzata tramite la creazione di tre variabili, che sono rispettivamente: RT_SUBJ, RISK_DESC e RISK_ATT.

Figura 4.9 Distribuzione di frequenza della variabile RT_SUBJ



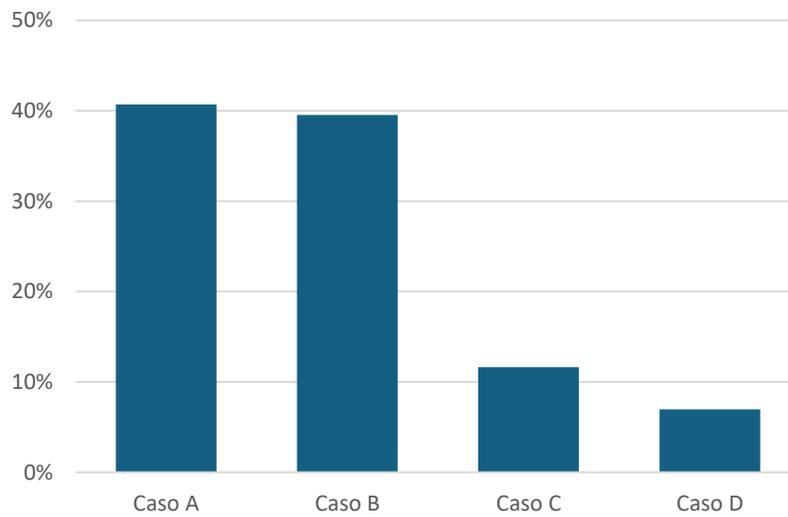
Fonte: elaborazione personale

Figura 4.10 Distribuzione di frequenza della variabile RT_DESC



Fonte: elaborazione personale

Figura 4.11 Distribuzione di frequenza della variabile RT_ATT



Fonte: elaborazione personale

Tabella 4.6 Matrice di correlazione tra diverse prospettive di tolleranza al rischio

	RT_SUBJ	RISK_DESC	RISK_ATT
RT_SUBJ	1		
RISK_DESC	0,502***	1	
RISK_ATT	0,342***	0,309***	1

Nota: la significatività dei coefficienti viene illustrata tramite la seguente simbologia: ‘*’ indica una significatività inferiore al 10%, ‘**’ indica una significatività inferiore al 5%, ‘***’ indica una significatività inferiore all’1%.

Fonte: elaborazione personale

La Tabella 4.6 permette di osservare l’esistenza di una forte correlazione tra la tolleranza al rischio soggettiva (prospettiva interna) e la visione esterna circa la propria tolleranza al rischio; inoltre, tale correlazione risulta significativa ad un livello inferiore all’1%. Anche la prospettiva “monetaria”, ossia le preferenze circa diversi scenari di investimento, risulta positivamente e significativamente correlata con la prospettiva interna ed esterna di tolleranza al rischio.

Di seguito, queste prospettive sono state analizzate congiuntamente tramite un’analisi delle componenti principali (*Principal Component Analysis* – PCA). Questa analisi risponde alla necessità di rappresentare un certo fenomeno – in questo caso la tolleranza al rischio degli individui – tramite un insieme di variabili latenti, chiamate componenti principali, che esprimono un elevato livello di varianza del fenomeno stesso e quindi non disperdono informazioni rilevanti. In questo contesto, si è voluto rappresentare la tolleranza al rischio – rilevata utilizzando tre quesiti – con un numero inferiore di variabili ed è stata analizzata la relazione che intercorre tra queste variabili latenti e quelle inizialmente rilevate. Inoltre, quest’analisi ha permesso di esaminare la coerenza dell’individuo nel valutare la propria disponibilità a sostenere rischi finanziari. L’analisi è stata svolta tramite l’utilizzo del *software* statistico R Studio e i risultati sono esposti nella Figura 4.12.

Figura 4.12 Analisi delle componenti principali – Tolleranza al rischio

```

> pca_data <- princomp(RT_data)
> print(summary(pca_data, loadings = TRUE))
Importance of components:
                Comp.1   Comp.2   Comp.3
Standard deviation 0.9326829 0.6209615 0.4434199
Proportion of Variance 0.5990568 0.2655396 0.1354036
Cumulative Proportion 0.5990568 0.8645964 1.0000000

Loadings:
      Comp.1 Comp.2 Comp.3
RT_sogg  0.684  0.556  0.471
RISK_DESC 0.412  0.238 -0.879
RISK_ATT  0.601 -0.796

> cor(RT_data, pca_data$scores)
      Comp.1   Comp.2   Comp.3
RT_sogg 0.8451834 0.4572698 0.27671180
RISK_DESC 0.6780935 0.2601831 -0.68738193
RISK_ATT 0.7494190 -0.6609145 0.03953703

```

Analizzando i risultati ottenuti, esposti nella Figura 4.12, è possibile notare che la tolleranza al rischio degli individui può essere sintetizzata da due variabili latenti, che insieme sono in grado di spiegare più dell'86% della varianza del fenomeno. Nel dettaglio, la prima componente è in grado di spiegare circa il 60% della varianza del fenomeno e la seconda è in grado di spiegarne circa il 26%. Nella Figura 4.13 è possibile osservare la correlazione tra ciascuna componente e le tre variabili rilevate.

Figura 4.13 Correlazione tra variabili e componenti principali



La prima componente risulta positivamente e fortemente correlata a tutte e tre le prospettive indagate tramite il questionario e in misura maggiore con la prospettiva “interna”, tramite cui il soggetto fornisce una propria visione circa la propria disponibilità a sostenere rischi finanziari. Tale risultato mette in luce una buona coerenza delle risposte fornite da una buona parte dei clienti, i quali sembrano in grado di auto-valutare coerentemente la propria tolleranza al rischio.

La seconda componente risulta invece negativamente correlata alla prospettiva “monetaria” di tolleranza al rischio e positivamente correlata alla prospettiva “interna” ed “esterna”. Questo esito evidenzia che una parte del campione analizzato manifesta una certa incoerenza nell’auto-valutazione della propria tolleranza al rischio, in quanto le visioni interna ed esterna di tolleranza al rischio divergono dall’effettiva disponibilità ad assumere rischi finanziari. Questo risultato può essere osservato anche analizzando le frequenze relative delle risposte fornite alle due domande, inserite precedentemente nelle Figure 4.9 e 4.11.

Osservando tali figure è possibile notare come, nonostante oltre il 70% individui indichi di possedere una tolleranza al rischio nella media o superiore, meno del 20% di essi ha scelto le opzioni di investimento più rischiose. Questa circostanza mette in dubbio l’effettiva capacità degli individui di auto-valutare coerentemente la propria tolleranza al rischio e potrebbe essere limitata ponendo all’investitore molteplici quesiti attinenti alla propria disponibilità a sostenere rischi finanziari, così da poter far emergere eventuali incongruenze.

Infine, è stata inserita nel questionario una quarta domanda che ha avuto lo scopo di rilevare la percezione del rischio degli individui. La percezione può essere considerata una variabile di risultato e non di processo come le altre tre precedentemente analizzate. Per tale ragione, questo quesito è stato analizzato singolarmente e nello specifico è stata vagliata la seguente ipotesi: *la percezione del rischio ha ricadute concrete sul portafoglio di investimento detenuto dal cliente?*

Nel dettaglio, il quesito utilizzato è stato:

Quando pensi alla parola "rischio", quale altro termine ti viene subito in mente?

- a) Perdita
- b) Incertezza
- c) Opportunità
- d) Brivido

Per rispondervi, è stato innanzitutto impiegato il test di Kruskal-Wallis, al fine di verificare se sussiste una differente allocazione azionaria in base alla percezione del rischio posseduta dall'individuo. Con un *p-value* inferiore al 5%, il test ha confermato la presenza di differenze statisticamente significative con riguardo alla percentuale di strumenti azionari detenuti da individui con percezioni diverse.

Figura 4.14 Kruskal-Wallis test – Percezione del rischio e differenze di portafoglio

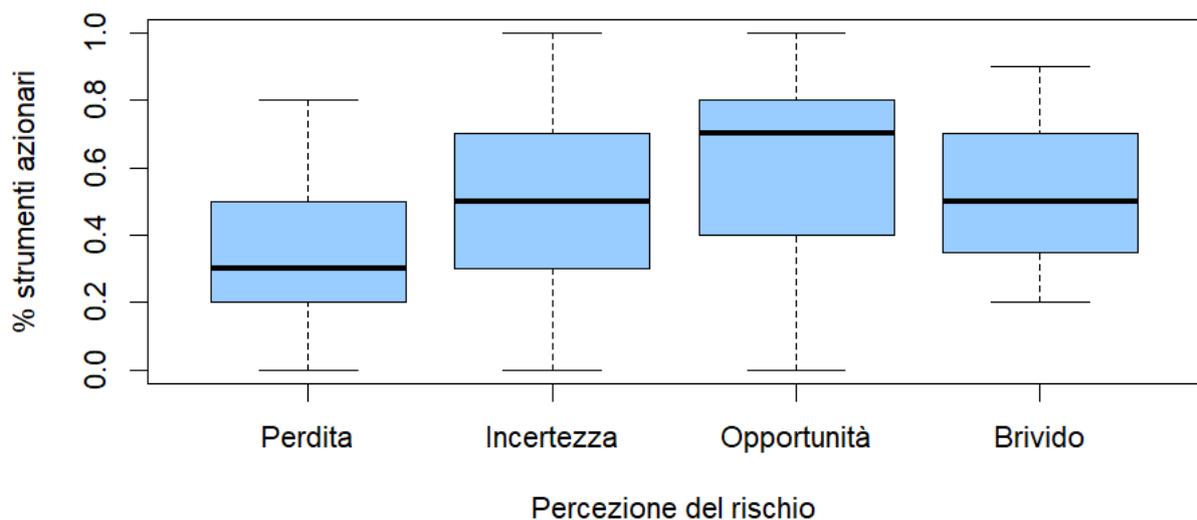
```
> kruskal.test(equity~RISK_PERC)
```

```
Kruskal-wallis rank sum test
```

```
data: equity by RISK_PERC
```

```
Kruskal-Wallis chi-squared = 8.4148, df = 3, p-value = 0.03817
```

Figura 4.15 Boxplot – Percezione del rischio e differenze di portafoglio



Tramite un diagramma scatola e baffi (*boxplot*) è possibile studiare graficamente le diverse composizioni dei portafogli di investimento in base alla percezione del rischio. Nel dettaglio, la Figura 4.15 mette in luce che gli individui che percepiscono il rischio come una perdita possiedono in media un portafoglio meno esposto al mercato azionario. Tale esposizione tende in media ad incrementare per i soggetti che percepiscono il rischio come incertezza e opportunità. Infine, tale relazione si inverte per i soggetti che percepiscono il rischio come brivido.

Si è quindi voluto analizzare se la percentuale di strumenti azionari, solitamente utilizzata come *proxy* della tolleranza al rischio oggettiva, risulta legata alla tolleranza al rischio soggettiva dichiarata dagli individui. Diversi studi empirici hanno riscontrato una correlazione positiva tra queste due variabili (Grable e Lytton, 2003). Tale correlazione sembra verificata anche per questo campione, seppur il legame non risulta statisticamente significativo. Anche il test di Kruskal-Wallis, fornendo un *p-value* superiore al 5%, conferma la non presenza di differenze statisticamente significative di *asset allocation* tra individui con tolleranze al rischio distinte.

Figura 4.16 Correlazione tra tolleranza al rischio soggettiva e oggettiva

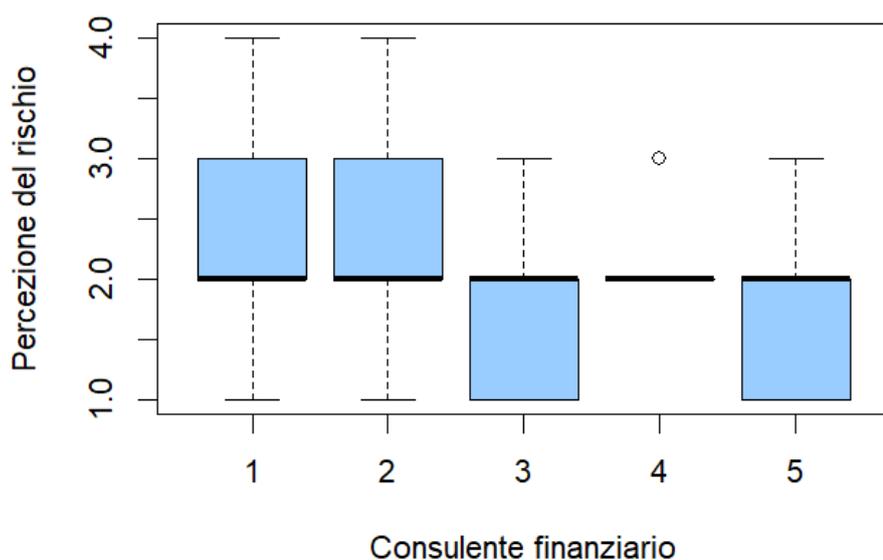
```
Pearson's product-moment correlation
data: RT_SUBJ and equity
t = 1.2392, df = 83, p-value = 0.2187
alternative hypothesis: true correlation is not equal to 0
95 percent confidence interval:
 -0.08065769  0.33819264
sample estimates:
      cor
0.1347833
```

Questi risultati evidenziano il ruolo chiave giocato dalle percezioni nella costruzione di portafogli di investimento da parte dei consulenti finanziari, ruolo ancor più forte della tolleranza al rischio manifestata dagli individui. Nel precedente paragrafo era stata messa in luce una diversa *asset allocation* media tra sotto-campioni e tale differenza non era riconducibile alle caratteristiche sociodemografiche ed economiche del campione. La Figura 4.15 indica la percezione del rischio come uno

degli elementi che potrebbe avere un'influenza sulla percentuale di azioni detenute in portafoglio dagli individui.

Utilizzando dei test di Kruskal-Wallis è stata esplorata l'ipotesi secondo cui diverse percezioni del rischio sono collegate a diverse caratteristiche sociodemografiche ed economiche degli individui. Tutti i test hanno fornito un *p-value* superiore al 5% e di conseguenza è possibile escludere tale ipotesi. Sembra tuttavia sussistere una differente percezione del rischio tra sotto-campioni di individui assistiti da consulenti finanziari diversi, così come evidenziato nella Figura 4.17. Di conseguenza, la percezione del rischio posseduta dall'individuo potrebbe essere influenzata dalla percezione posseduta del proprio consulente.

Figura 4.17 Boxplot – Percezione del rischio tra sotto-campioni



Plasmare la percezione del rischio di cui dispone il cliente potrebbe quindi favorire una visione diversa dei mercati azionari, con ricadute sulla quota prescelta di strumenti azionari da detenere in portafoglio. Promuovere una visione di rischio come opportunità, enfatizzando i benefici monetari di medio-lungo termine offerti dai mercati azionari – andando oltre le ampie fluttuazioni di breve periodo degli stessi – potrebbe incentivare i clienti con un ampio orizzonte temporale ad

aumentare il possesso di strumenti azionari, con un conseguente miglioramento delle *performance* di portafoglio.

4.4 Relazione tra tolleranza al rischio ed altri elementi

Dopo aver svolto l'analisi congiunta delle diverse prospettive di tolleranza al rischio, è stato esaminato il legame che intercorre tra questa variabile e diversi elementi, ossia: fattori sociodemografici ed economici, anomalie comportamentali e tratti di personalità degli individui. L'obiettivo di questo studio è stato ricercare le variabili che esercitano un'influenza significativa nella tolleranza al rischio delle persone, così da individuare alcuni aspetti importanti da non trascurare da parte degli operatori finanziari durante il processo di pianificazione finanziaria, nello specifico nella fase di valutazione di adeguatezza. In questo paragrafo è stata utilizzata come *proxy* della tolleranza al rischio la variabile volta a misurare la prospettiva interna di tolleranza al rischio, anche chiamata tolleranza al rischio soggettiva, in quanto è risultata la variabile più correlata alla prima componente nell'analisi delle componenti principali presentata nel precedente paragrafo.

4.4.1 Fattori sociodemografici ed economici

La letteratura economica ha riconosciuto ormai da diverso tempo l'influenza esercitata dai principali fattori sociodemografici ed economici nella tolleranza al rischio manifestata dagli individui (Grable, 2000). Nel dettaglio, gli uomini sembrano in media più tolleranti al rischio rispetto alle donne (Sahm, 2012), così come gli individui più giovani (Chang et al., 2004), con un buon livello di educazione (Cheng et al., 2004), *single* (Browne et al., 2016) e con un impiego qualificato (Sung e Hanna, 1996). Anche il reddito percepito e il patrimonio posseduto sembrano in media avere un'influenza positiva sulla tolleranza al rischio manifestata dall'individuo (Cheng et al., 2004).

Tramite il questionario clienti sono state raccolte alcune delle informazioni ritenute più significative nelle varie ricerche empiriche analizzate nel terzo capitolo di questo elaborato. L'obiettivo è stato verificare l'esistenza di tali legami anche in questo campione di individui, seppur non molto ampio. Le informazioni raccolte sono state classificate in diverse variabili, indicate nelle Tabelle 4.7 e 4.8.

Tabella 4.7 Fattori sociodemografici rilevati nel campione

<i>Fattore sociodemografico</i>	<i>Variabile</i>	<i>Valori</i>
<i>Genere</i>	MALE	<ul style="list-style-type: none"> • 0 = donna • 1 = uomo
<i>Generazione</i>	AGE_GROUP	<ul style="list-style-type: none"> • 1 = nati tra 1946-1964 • 2 = nati tra 1965-1980 • 3 = nati tra 1981-1996 • 4 = nati tra 1997-2012
<i>Educazione</i>	EDUC	<ul style="list-style-type: none"> • 1 = licenza media o titolo inferiore • 2 = diploma di maturità • 3 = laurea triennale • 4 = Laurea magistrale o a ciclo unico • 5 = dottorato o altra specializzazione postlaurea
<i>Situazione lavorativa</i>	Autonomo Dipendente Pensionato Disoccupato Altro	<ul style="list-style-type: none"> • 1 = il soggetto occupa una certa situazione lavorativa • 0 = il soggetto non occupa tale situazione lavorativa
<i>Stato civile</i>	Single Sposato Divorziato Vedovo	<ul style="list-style-type: none"> • 1 = il soggetto possiede un certo stato civile • 0 = il soggetto non possiede tale stato civile
<i>N. fonti di reddito</i>	N_INCOME	<ul style="list-style-type: none"> • 1 = solo una • 2 = due • 3 = più di due

<i>N. familiari a carico</i>	N_DEP	<ul style="list-style-type: none"> • 1 = nessuna persona • 2 = fino ad una persona • 3 = da due a tre persone • 4 = più di tre persone
<i>Possesso di almeno un immobile</i>	HOUSE_OWNER	<ul style="list-style-type: none"> • 1 = possesso di almeno un immobile • 0 = nessun immobile di proprietà

Fonte: elaborazione personale

Tabella 4.8 Fattori economici rilevati nel campione

<i>Fattore economico</i>	<i>Variabile</i>	<i>Valore</i>
<i>Reddito annuo</i>	INCOME	<ul style="list-style-type: none"> • 1 = fino a €25.000 • 2 = €25.001 - €50.000 • 3 = €50.001-€75.000 • 4 = €75.001-€100.000 • 5 = oltre €100.000
<i>Patrimonio</i>	WEALTH	<ul style="list-style-type: none"> • 1 = inferiore a €50.000 • 2 = €50.000 - €100.000 • 3 = €100.0001 - €300.000 • 4 = €300.001 - €500.000 • 5 = oltre €500.000

Fonte: elaborazione personale

Innanzitutto, è stata calcolata la matrice di correlazione tra i vari fattori sociodemografici ed economici rilevati, illustrata nella Tabella 4.9.

Tabella 4.9 Correlazione tra fattori sociodemografici ed economici

	AGE_GROUP	MALE	EDUC	N_INCOME	N_DEP	INCOME	WEALTH	HOUSE
AGE_GROUP	1							
MALE	0,107	1						
EDUC	0,018	0,119	1					
N_INCOME	-0,081	0,056	0,082	1				
N_DEP	-0,011	0,139	0,157	0,070	1			
INCOME	-0,176	0,224**	0,423***	0,096	0,388***	1		
WEALTH	-0,406***	0,043	0,211*	0,027	0,143	0,462***	1	
HOUSE	-0,474***	-0,046	0,040	0,116	0,077	0,193*	0,093	1

Fonte: elaborazione personale

Guardando tale matrice di correlazione è possibile osservare che l'appartenenza a generazioni diverse risulta statisticamente correlata con due variabili: il patrimonio e il possesso di almeno un immobile. Nel dettaglio, soggetti che appartengono a generazioni più anziane sono associati ad una maggiore probabilità di detenere un immobile e una ricchezza finanziaria maggiore. Il reddito annuo risulta invece positivamente e statisticamente correlato con cinque variabili: il genere maschile, il livello di educazione, il numero di familiari a carico, il patrimonio finanziario e il possesso di almeno un immobile. Soggetti di genere maschile e con alti livelli di educazione finanziaria sembrano quindi associati a redditi più elevati; inoltre, come era da aspettarsi, un maggior reddito risulta associato al possesso di una maggiore ricchezza e al possesso di immobili. In aggiunta, un maggior reddito è associato ad un maggior numero di familiari a carico. Infine, la ricchezza finanziaria risulta statisticamente correlata al livello di educazione: soggetti con un livello di educazione maggiore sono associati al possesso di un patrimonio finanziario più consistente.

Utilizzando il test di Kruskal-Wallis si è voluto approfondire il legame che intercorre tra reddito e genere. Nel dettaglio, si è verificato se l'appartenenza ad un genere diverso comporta in media la percezione di un reddito diverso. Il test, con un *p-value* inferiore al 5% ha confermato tale ipotesi. Tramite un diagramma a scatola e baffi (*boxplot*) si osserva che, seppur in media il reddito sembri uguale, la distribuzione di reddito degli uomini è più consistente nelle fasce di reddito maggiori, mentre il reddito delle donne risulta più concentrato nella fascia €25.000-€50.000, con poche eccezioni.

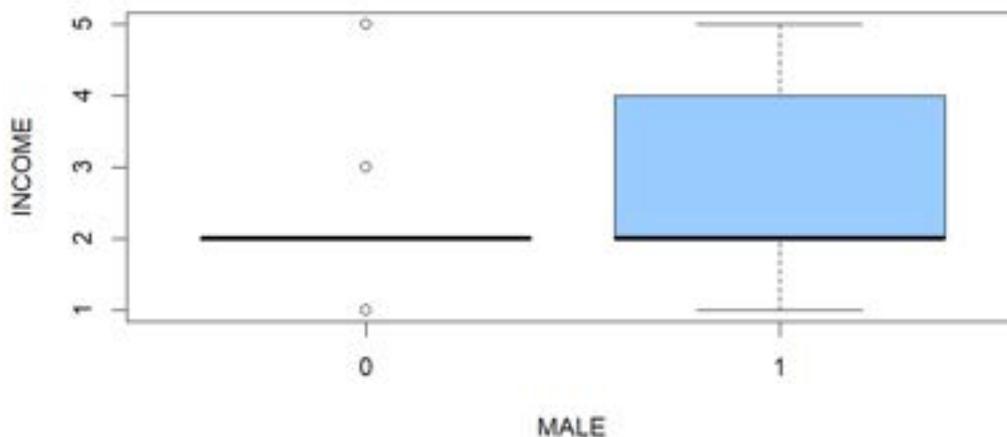
Figura 4.18 Kruskal-Wallis test – Differenze di reddito tra uomini e donne

```
> kruskal.test(INCOME~MALE)

Kruskal-wallis rank sum test

data: INCOME by MALE
Kruskal-wallis chi-squared = 4.4075, df = 1, p-value = 0.03578
```

Figura 4.19 Boxplot – Differenze di reddito tra uomini e donne



In seguito, è stata calcolata la correlazione tra questi fattori sociodemografici ed economici e la tolleranza al rischio soggettiva, ossia la prospettiva “interna” precedentemente analizzata. I risultati sono esposti nella Tabella 4.10.

Tabella 4.10 Correlazione tra tolleranza al rischio, fattori sociodemografici ed economici

	<i>RT_SUBJ</i>
<i>AGE_GROUP</i>	0,209*
<i>MALE</i>	0,018
<i>EDUC</i>	0,198*
<i>N_INCOME</i>	-0,005
<i>N_DEPEND</i>	0,080
<i>INCOME</i>	0,224**
<i>WEALTH</i>	0,180*
<i>HOUSE_OWNER</i>	0,047

Fonte: elaborazione personale

La tolleranza al rischio soggettiva risulta statisticamente correlata con quattro elementi: la generazione di appartenenza, il livello di educazione, il reddito annuo percepito e la ricchezza finanziaria posseduta. Nel dettaglio, soggetti appartenenti a generazioni più giovani sono associati ad una maggiore tolleranza al rischio. Anche il livello di educazione risulta positivamente collegato alla tolleranza al rischio, così come un maggior reddito e un maggior patrimonio. Tutti questi risultati sembrano confermare parte delle evidenze empiriche riscontrate dalla letteratura economica. Al contrario, in questo campione non sembra invece sussistere un legame significativo tra tolleranza al rischio e genere, numero di redditi percepiti, numero di familiari a carico e possesso di immobili.

Al fine di assicurarsi che i risultati ottenuti a livello aggregato fossero coerenti per ogni singolo consulente, sono stati eseguiti dei test di Kruskal-Wallis per verificare se i tratti sociodemografici ed economici riscontrati in ciascun sotto-campione fossero riconducibili alla stessa popolazione di riferimento. Tutti i test eseguiti hanno evidenziato valori *p-value* molto elevati, confermando così l'ipotesi nulla H_0 secondo cui ciascun sotto-campione appartiene ad un'unica popolazione di riferimento.

4.4.2 Alfabetizzazione finanziaria

Dopo aver approfonditamente studiato il legame che intercorre tra i fattori sociodemografici ed economici e la tolleranza al rischio manifestata dagli individui, si è proseguita l'analisi esaminando l'alfabetizzazione finanziaria del campione, il legame che intercorre tra questa variabile ed altre caratteristiche degli individui nonché se esiste un legame tra di essa e la tolleranza al rischio degli individui, così come rilevato da diversi studi empirici (Hermansson e Jonsson, 2021).

Nella parte del questionario relativa all'alfabetizzazione finanziaria sono state inserite cinque domande volte a verificare se gli individui avessero familiarità con cinque concetti finanziari di base: la capitalizzazione composta, l'inflazione, il valore temporale del denaro, gli strumenti azionari e la diversificazione. Tali quesiti sono stati selezionati tra quelli più impiegati dalla letteratura al fine di rilevare l'alfabetizzazione finanziaria degli individui (Lusardi, 2011; Banca d'Italia, 2023). Nella Tabella 4.11 sono riportati i risultati ottenuti.

Tabella 4.11 Alfabetizzazione finanziaria del campione

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Totale
<i>Totale risposte</i>	85	85	85	85	85	425
<i>Totale risposte esatte</i>	75	82	67	71	82	377
<i>% Risposte esatte</i>	88%	96%	79%	84%	96%	89%

Fonte: elaborazione personale

La Tabella 4.11 evidenzia come la percentuale di risposte esatte risulta molto elevata e pari quasi al 90%. I quesiti più sbagliati sono il terzo, relativo al valore temporale del denaro, e il quarto, attinente agli strumenti azionari. Questo risultato estremamente positivo tratteggia un'alfabetizzazione finanziaria del campione migliore rispetto alla media degli individui italiani⁴⁹ e conferma il ruolo educativo esercitato dai consulenti nei confronti dei propri clienti.

Inoltre, questo esito avvalorava la visione di consulenza come complemento dell'educazione finanziaria e non come sostituto della stessa, in linea con quanto sostenuto dalla maggior parte degli studiosi sul tema (Calcagno e Monticone, 2015). Invero, nonostante la maggior parte dei clienti possieda un'ottima conoscenza circa i concetti finanziari di base, essi continuano a mantenere in essere il rapporto di consulenza.

Al fine di verificare l'esistenza di un diverso ruolo educativo da parte di ciascun consulente è stato eseguito un test di Kruskal-Wallis. Con un *p-value* di poco inferiore al 5%, tale test conferma che i sotto-campioni possiedono un'alfabetizzazione finanziaria media diversa e non riconducibile alla stessa popolazione.

Figura 4.20 Kruskal-Wallis test – Alfabetizzazione finanziaria su consulente

```
> kruskal.test(FIN_LIT ~ CF)

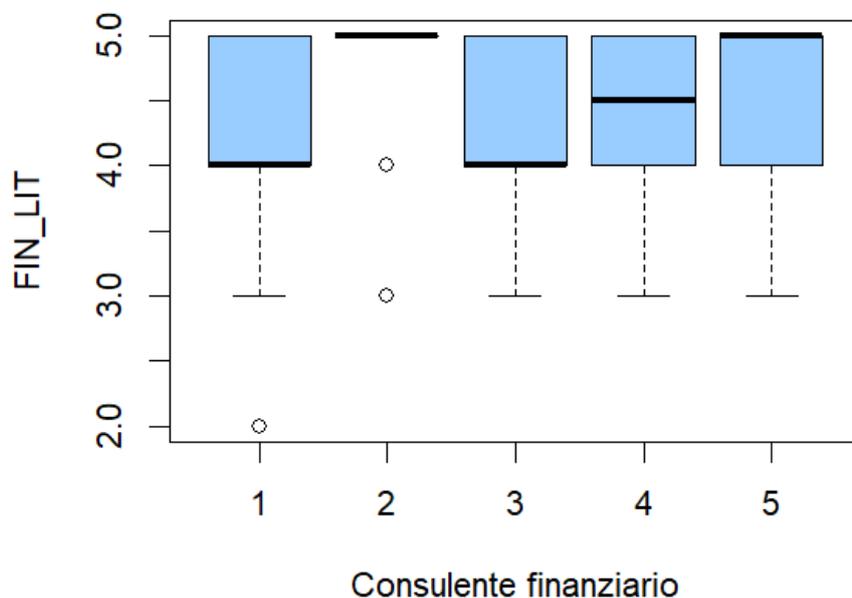
Kruskal-wallis rank sum test

data: FIN_LIT by CF
Kruskal-wallis chi-squared = 9.8091, df = 4, p-value = 0.04377
```

Tramite un diagramma a scatola e baffi (*boxplot*) è possibile osservare graficamente la diversa alfabetizzazione finanziaria tra sotto-campioni. Nel dettaglio, i clienti dei consulenti 2 e 5 possiedono un livello di alfabetizzazione in media maggiore rispetto ai clienti dei consulenti 1, 3 e 4, i quali possiedono in media un'alfabetizzazione minore. Tuttavia, solo i sotto-campioni del consulente 1 e 2 sono superiori alle 20 unità, di conseguenza è difficile paragonarli con i sotto-campioni degli altri tre consulenti.

⁴⁹ L'ultima indagine sull'alfabetizzazione finanziaria degli adulti italiani svolta dalla Banca d'Italia nel 2023 evidenzia un livello di cultura finanziaria molto basso, pari a 10,7 su una scala da 0 a 20. <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagini-alfabetizzazione/2023-indagini-alfabetizzazione/index.html>

Figura 4.21 Boxplot - Alfabetizzazione finanziaria su consulente



In aggiunta, si è calcolata la correlazione tra durata del rapporto di consulenza ed alfabetizzazione finanziaria degli individui per ciascun sotto-campione, al fine di verificare se all'aumentare del rapporto di consulenza l'alfabetizzazione finanziaria migliora, così come rilevato nello studio di Migliavacca (2021).

Tabella 4.12 Correlazione tra alfabetizzazione e durata del rapporto cliente-consulente

	<i>FIN_LIT 1</i>	<i>FIN_LIT 2</i>	<i>FIN_LIT 3</i>	<i>FIN_LIT 4</i>	<i>FIN_LIT 5</i>
<i>LENGTH</i>	0,010	0,499***	0,034	0,224*	-0,143

Fonte: elaborazione personale

Osservando i risultati presentati nella Tabella 4.12 si nota una forte correlazione tra cultura finanziaria dei clienti dei consulenti 2 e 4 e durata del rapporto di consulenza. Non sembra invece sussistere una correlazione tra queste due variabili per i sotto-campioni relativi al consulente 1 e 3; mentre si evidenzia una relazione inversa per i clienti del consulente 5. Considerando la grandezza di ciascun sotto-campione, l'unico risultato realmente significativo è quello del consulente 2. Invece, il risultato

del consulente 4 non può essere considerato rappresentativo della sua clientela in quanto troppi pochi clienti hanno risposto al questionario.

Successivamente, è stata esaminata l'esistenza di una relazione tra alfabetizzazione finanziaria e tolleranza al rischio soggettiva degli individui. Poiché i sotto-campioni si caratterizzano per un'alfabetizzazione finanziaria in media diversa, è stata calcolata la correlazione per ciascun sottogruppo di clienti.

Tabella 4.13 Correlazione tra alfabetizzazione finanziaria e tolleranza al rischio

	<i>RT_SUBJ</i>
<i>FIN_LIT 1</i>	0,330**
<i>FIN_LIT 2</i>	0,279*
<i>FIN_LIT 3</i>	0,185
<i>FIN_LIT 4</i>	-0,700
<i>FIN_LIT 5</i>	-0,042

Fonte: elaborazione personale

Si osserva una correlazione positiva delle due variabili per i sotto-campioni di clienti relativi ai consulenti 1, 2 e 3, così come osservato nello studio svolto da Hermansson e Jonsson (2021). Ciononostante, questo risultato è statisticamente significativo solo per il sotto-campione di clienti di consulenti 1 e 2. Invece, guardando ai risultati relativi ai clienti dei consulenti 4 e 5 si nota una relazione inversa: all'aumentare dell'alfabetizzazione finanziaria i soggetti sembrano in media meno tolleranti al rischio. Tutte queste evidenze non risultano però statisticamente significative, probabilmente anche a causa di un campione limitato di osservazioni.

Infine, è stata esaminata la relazione esistente tra educazione finanziaria e alcuni fattori sociodemografici ed economici. Soggetti più giovani sembrano associati ad una minore alfabetizzazione finanziaria, con un livello di significatività inferiore al 10%. L'educazione appare positivamente correlata all'alfabetizzazione finanziaria,

anche se in modo non significativo. Altresì reddito e patrimonio finanziario risultano positivamente associati alle conoscenze finanziarie, però solo la correlazione tra reddito e alfabetizzazione finanziaria risulta significativa ad un livello inferiore del 5%.

Tabella 4.14 Correlazione tra alfabetizzazione finanziaria e alcuni elementi demografici

	FIN_LIT
AGE_GROUP	-0,192*
EDUC	0,169
INCOME	0,261**
WEALTH	0,110

Fonte: elaborazione personale

In aggiunta, tramite il test di Kruskal-Wallis si è verificato se soggetti di genere diverso possiedono un'educazione finanziaria diversa. Poiché il *p-value* del test è molto elevato, possiamo concludere che in media non sussiste una differente alfabetizzazione finanziaria tra uomini e donne.

Figura 4.22 Kruskal-Wallis test – Alfabetizzazione finanziaria e genere

```
> kruskal.test(FIN_LIT~MALE)

Kruskal-wallis rank sum test

data: FIN_LIT by MALE
Kruskal-Wallis chi-squared = 0.56637, df = 1, p-value = 0.4517
```

4.4.3 Anomalie comportamentali

Nel primo capitolo di questo elaborato sono state ampiamente discusse alcune tra principali anomalie comportamentali che influenzano le scelte l'investimento degli individui. Nel questionario rivolto ai clienti si è cercato di rilevare la presenza di

talune di queste anomalie e ne è stata studiata l'interazione con altri fattori analizzati in questo elaborato.

Un primo blocco di domande chiedeva agli individui di dichiarare quanto si sentissero riconosciuti in certi comportamentali, attribuendo ad ogni atteggiamento un punteggio da 1 a 5, dove 1 indicava "per nulla" e 5 indicava "moltissimo". Tramite questa tipologia di quesito sono state analizzate anche due propensioni indicate da Pan e Statman (2012) come rilevanti nel valutare la tolleranza al rischio degli individui, ossia: la propensione alla massimizzazione e la propensione ad attribuire il successo alle proprie abilità anziché alla fortuna. Nella Tabella 4.15 vengono illustrate le anomalie comportamentali analizzate e i quesiti che sono stati posti agli individui in blocco al fine di rilevarle. Per ciascuna anomalia è stata creata una variabile discreta che poteva assumere valori compresi tra 1 e 5, dove all'aumentare del valore aumentava la presenza del *bias*.

Tabella 4.15 Anomalie comportamentali analizzate

<i>Bias</i>	<i>Variabile</i>	<i>Descrizione</i>
<i>Mental accounting</i>	MENT_ACC	Tendo ad organizzare la mia ricchezza finanziaria per funzione (es. investimenti per i figli o per la pensione).
<i>Overconfidence</i>	OVERC	In generale mi ritengo un investitore migliore degli altri investitori che conosco.
<i>Status quo bias</i>	STATUS_QUO	Il timore di fare una scelta peggiore mi frena dal modificare la composizione del mio portafoglio anche quando va male o vorrei farlo.
<i>Herding behaviour</i>	HERDING	Notizie di mercato che mettono in luce le opportunità di investimento in un nuovo settore mi influenzano nelle scelte di portafoglio.
<i>Regret Aversion</i>	REGRET	Se ricevo informazioni negative su un investimento che ho appena fatto, cerco immediatamente il maggior numero di informazioni disponibili per verificare se mi sono sbagliato.
<i>Equity home bias</i>	HOME_BIAS	Quando investo in azioni, le azioni di società italiane mi sembrano sempre migliori investimenti.

<i>Short-term bias</i>	SHORT_TERM	Notizie di mercato che mettono in luce le difficoltà di un settore in cui ho investito mi incentivano a modificare la diversificazione di portafoglio.
<i>Propensity to maximization</i>	MAXIM	Cerco sempre di massimizzare il rendimento ottenibile dai miei investimenti.
<i>Propensity to attribute success to ability</i>	SUX_ABILITY	Ritengo che i miei successi derivino dalle mie abilità e non dalla fortuna.

Fonte: elaborazione personale

In aggiunta, si è cercato di rilevare la presenza di altre due anomalie comportamentali molto diffuse: l'avversione alle perdite e il *disposition effect*. Per fare ciò è stata impiegata un'altra tipologia di quesito, ossia sono state impiegate tre domande specifiche. Nel primo caso, agli individui è stato richiesto di rispondere al seguente quesito:

Immagina il seguente scenario: hai solo due prodotti finanziari nel tuo portafoglio (chiamati A e B) e scopri che A ha perso il 10% del suo valore. Di quanto deve aumentare di valore B, il secondo titolo, (in percentuale) perché tu sia felice come prima di sapere della perdita di valore di A?

Molteplici studi hanno dimostrato che in media il dolore causato da una perdita è maggiore rispetto al piacere percepito da un guadagno di pari ammontare (Kahneman e Tversky, 1979). In media, una unità di perdita sembra corrispondere a 2-2,5 unità di guadagno. In tale contesto, si rileva avversione alle perdite nel momento in cui l'individuo afferma di essere felice come prima solo se ottiene un guadagno tramite il secondo strumento superiore alla perdita del 10% subita dal primo strumento.

Successivamente, al fine di rilevare il *disposition effect*, sono stati utilizzati due quesiti tramite i quali si è voluto verificare se la probabilità di vendere uno strumento finanziario in perdita è minore rispetto alla probabilità di vendere uno strumento

finanziario in guadagno. In caso affermativo, l'individuo è stato considerato propenso a manifestare questa anomalia. I quesiti utilizzati sono i seguenti:

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?

Negli ultimi mesi un 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?

L'avversione alle perdite e il *disposition effect* sono stati analizzati utilizzando due variabili *dummy*, dove 0 indicava l'assenza del *bias* e 1 indicava la presenza dello stesso nelle decisioni d'investimento degli individui.

Tabella 4.16 Anomalie comportamentali del campione

<i>Bias</i>	<i>Osservazioni</i>	<i>Media</i>	<i>Mediana</i>	<i>Dev.Std.</i>	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>
<i>Overconfidence</i>	85	2,02	2	1,01	1	5
<i>Status quo bias</i>	85	2,91	3	1,19	1	5
<i>Herding</i>	85	2,65	3	1,24	1	5
<i>Regret aversion</i>	85	2,92	3	1,28	1	5
<i>Mental accounting</i>	85	3,25	3	1,23	1	5
<i>Home bias</i>	85	1,81	2	0,88	1	5
<i>Short term bias</i>	85	2,95	3	1,25	1	5
<i>Propensity to max</i>	85	3,33	3	1,16	1	5
<i>Success to ability</i>	85	3,02	3	1,21	1	5
<i>Loss aversion</i>	85	0,59	1	0,49	0	1
<i>Disposition effect</i>	85	0,27	0	0,45	0	1

Fonte: elaborazione personale

Nella Tabella 4.16 è possibile osservare l'influenza media di ciascuna anomalia rilevata nel campione aggregato di osservazioni. La propensione alla massimizzazione risulta l'aspetto comportamentale più diffuso, seguita dalla contabilità mentale, dalla propensione ad attribuire il successo alle proprie abilità e dal rimpianto. Per ciò che concerne i due aspetti comportamentali rilevati singolarmente, si osserva come l'avversione alle perdite risulta presente nel 59% del campione, mentre il *disposition effect* sembra poco diffuso, dato che risulta presente solo nel 27% dei casi.

Tramite il test di Kruskal-Wallis si è cercato di verificare se soggetti assistiti da consulenti diversi fossero influenzati dai *bias* in modo diverso. Il test ha fornito un *p-value* superiore al 5% per tutti i *bias*, di conseguenza non è possibile rifiutare l'ipotesi nulla e possiamo affermare che non sussistono differenze comportamentali significative tra individui assistiti da consulenti diversi.

Tabella 4.17 Correlazione tra anomalie comportamentali

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<i>Mental account</i> (1)	1									
<i>Overconfidence</i> (2)	-0,110	1								
<i>Status quo</i> (3)	0,397***	0,130	1							
<i>Herding</i> (4)	-0,036	0,310***	0,154	1						
<i>Regret</i> (5)	-0,002	0,286***	0,189*	0,512***	1					
<i>Home bias</i> (6)	0,109	0,112	0,028	0,113	0,345***	1				
<i>Short-term</i> (7)	0,038	0,114	-0,099	0,341***	0,323**	0,273***	1			
<i>Propensity to maxim.</i> (8)	0,326***	0,298***	0,066	0,189*	0,379***	0,202*	0,167	1		
<i>Success to ability</i> (9)	0,044	0,261***	0,117	0,132	0,238**	0,171	0,181*	0,333***	1	
<i>Loss aversion</i> (10)	0,032	-0,099	0,256**	-0,142	0,002	-0,016	-0,165	-0,052	-0,083	1
<i>Disposition effect</i> (11)	-0,058	0,038	-0,063	0,153	0,247**	0,071	0,172	0,216**	0,185*	0,025

Fonte: elaborazione personale

In seguito, è stata calcolata la matrice di correlazione tra aspetti comportamentali, al fine di verificare eventuali associazioni tra di essi. Nella Tabella 4.17 è possibile notare che i vari *bias* esaminati risultano in generale molto correlati tra di loro, ad eccezione dell'avversione alle perdite. Ad esempio, la propensione al rimpianto risulta positivamente e significativamente correlata a tutti gli altri *bias*, ad eccezione di *mental accounting* e avversione alle perdite. Anche l'*overconfidence* e la propensione alla massimizzazione risultano positivamente e significativamente correlate con diversi aspetti comportamentali, tra cui *herding behavior*, propensione al rimpianto e attribuzione del successo alle proprie abilità. L'avversione alle perdite è invece l'aspetto comportamentale che risulta meno correlato con gli altri. Infatti, esso è correlato positivamente e in modo statisticamente significativo solo con lo *status quo bias*. Il *disposition effect* risulta invece correlato in modo statisticamente significativo con il rimpianto, la propensione alla massimizzazione e la propensione ad attribuire il successo alle proprie abilità.

La matrice di correlazione tra *bias* comportamentali mette in luce una marcata coesistenza degli stessi. Pertanto, nel momento in cui il consulente finanziario dovesse osservare anche solo uno di essi dovrebbe cercare di vagliare la presenza di altre anomalie comportamentali, le quali potrebbero ostacolare il benessere psicologico ed emotivo del cliente durante il processo di investimento.

In aggiunta, risulta interessante osservare il legame esistente tra questi aspetti comportamentali e la tolleranza al rischio soggettiva manifestata dagli individui. Osservando la Tabella 4.18 si nota che la tolleranza al rischio risulta associata positivamente e in modo statisticamente positivo al *bias* di *overconfidence* e alla propensione alla massimizzazione, coerentemente con quanto riscontrato da diversi studi empirici (Pan e Statman, 2012). Anche l'*herding behaviour*, l'avversione al rimpianto e l'*equity home bias* risultano positivamente associati alla tolleranza al rischio, seppur in modo non statisticamente significativo. Lo *status quo bias* risulta invece negativamente associato alla tolleranza al rischio; tale risultato non è però statisticamente significativo.

Tabella 4.18 Correlazione tra bias e tolleranza al rischio soggettiva

<i>Bias</i>	<i>RT_SUBJ</i>
<i>Mental accounting</i>	-0,086
<i>Overconfidence</i>	0,267***
<i>Status quo bias</i>	-0,108
<i>Herding</i>	0,143
<i>Regret</i>	0,121
<i>Home bias</i>	0,116
<i>Short term bias</i>	0,029
<i>Propensity to maximization</i>	0,246**
<i>Success to ability</i>	-0,047
<i>Loss aversion</i>	-0,074
<i>Disposition effect</i>	0,018

Fonte: elaborazione personale

Il fatto che la tolleranza al rischio degli individui sia positivamente correlata con il *bias* di *overconfidence* mette in luce l'eventualità che l'individuo – proprio a causa di una sovrastima di sé stesso – si attribuisca una capacità di sopportazione del rischio più elevata di quella effettiva. Di conseguenza, il consulente, di fronte ad un soggetto *overconfident*, dovrebbe prendere in considerazione l'eventualità di considerare una tolleranza al rischio minore di quella effettivamente dichiarata dal cliente.

In aggiunta, si è voluta studiare la relazione che intercorre tra gli aspetti comportamentali e la durata della relazione cliente-consulente. L'obiettivo di questa analisi è stato verificare se all'aumentare della relazione con il proprio consulente si ha una riduzione dell'impatto dei *bias* e quindi il consulente può essere visto come un educatore comportamentale. Nella Tabella 4.19 è illustrata una matrice di correlazione tra questi fattori, suddivisa per consulenti.

Osservando il legame tra *bias* e durata della relazione cliente-consulente, si nota una correlazione negativa tra la durata del rapporto di consulenza e la presenza di alcune anomalie esclusivamente per i consulenti 1 e 2. Viceversa, per i consulenti 3 e 5 sembra sussistere un legame positivo tra durata della relazione e presenza di anomalie comportamentali. Inoltre, le evidenze riscontrate per il consulente 4 sono molto eterogenee.

L'avversione alle perdite e il *disposition effect* si osservano con minore intensità all'aumentare del rapporto di consulenza in modo statisticamente significativo in tutti e cinque i sotto-campioni; con l'unica eccezione che sussiste una correlazione positiva tra *disposition effect* e durata della relazione per i clienti del consulente 2.

Tabella 4.19 Correlazione tra bias e durata del rapporto di consulenza

	Durata della relazione cliente-consulente				
	CF1	CF 2	CF 3	CF 4	CF 5
<i>Mental accounting</i>	-0,154*	-0,302**	-0,257**	0,433***	0,503***
<i>Overconfidence</i>	0,159*	-0,192*	0,227**	-0,635***	0,480**
<i>Status quo bias</i>	-0,365**	-0,212*	0,078	0,124	0,371**
<i>Herding</i>	0,027	-0,281**	0,138	0	0,337**
<i>Regret</i>	-0,078	-0,468**	0,090	0	-0,027
<i>Home bias</i>	-0,301**	-0,136	0,131	0,436**	-0,049
<i>Short-term bias</i>	-0,430***	-0,207*	0,002	0,447**	-0,392**
<i>Propensity to max.</i>	0,109	-0,305**	0,275**	0	0,228**
<i>Success to ability</i>	-0,242**	0,167	0,357**	-0,743***	0,049
<i>Loss aversion</i>	-0,324**	-0,249**	-0,341**	-0,247**	-0,064
<i>Disposition effect</i>	-0,237**	0,231**	-0,122	-0,922***	-0,325**

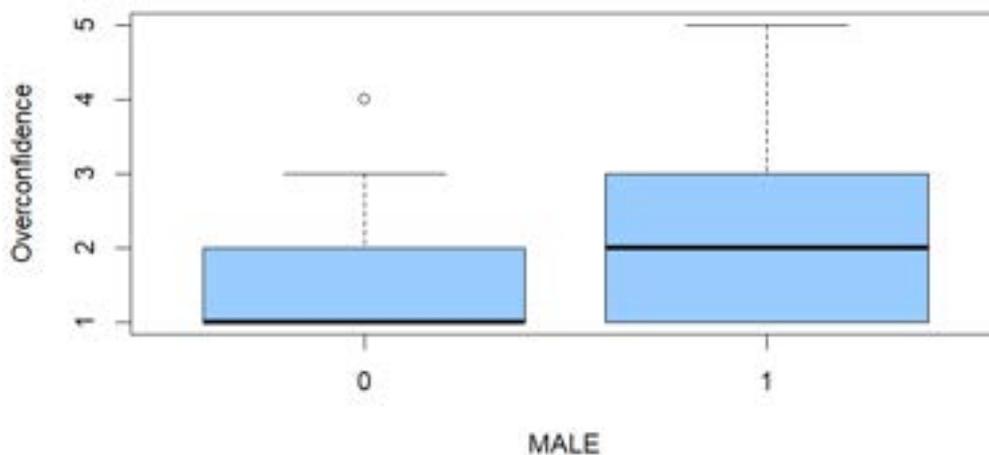
Fonte: elaborazione personale

Il fatto che i risultati ottenuti per ciascun sotto-campione non siano omogenei può essere influenzato dal fatto che il campione di clienti che ha risposto al questionario

dei primi due consulenti è più ampio rispetto a quello degli altri consulenti. Al contrario, solo da metà dei clienti dei consulenti 3 e 5 e meno di un terzo dei clienti del consulente 4 hanno risposto al questionario e tale circostanza non permette di comparare in modo adeguato i diversi sotto-campioni. Inoltre, è lecito aspettarsi che ciascun consulente gestisca in modo diverso la relazione con i propri clienti. Di conseguenza, potrebbe essere che solo alcuni consulenti dedichino del tempo a correggere alcuni comportamenti inefficienti dei propri clienti oppure che adempiano a tale compito con efficacia diversa. In conclusione, dalle evidenze riscontrate risulta che i consulenti 1 e 2 esercitano il ruolo di educatori comportamentali nei confronti dei loro clienti, mentre ciò non sembra confermato anche per gli altri tre professionisti.

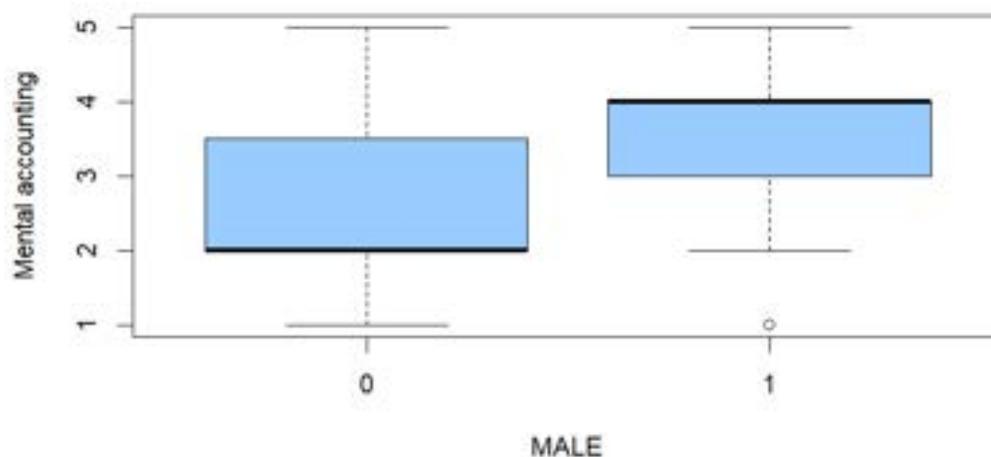
Infine, si è voluto verificare se alcune anomalie sono associabili a fattori sociodemografici ed economici distinti. Molteplici studi empirici hanno evidenziato che gli uomini sono in media più *overconfident* rispetto alle donne. Tramite il test di Kruskal-Wallis, si è voluta testare questa ipotesi per il campione di riferimento. Con un *p-value* di poco superiore al 5% è possibile affermare che si nota una differente *overconfidence* tra uomini e donne, così come evidenziato nella Figura 4.23. Nello specifico, gli uomini del campione sono in media più *overconfident* rispetto alle donne, confermando le evidenze riscontrate dalla letteratura economica (Barber e Odean, 2001).

Figura 4.23 *Overconfidence tra uomini e donne*



Inoltre, è stata riscontrata una diversa influenza del *mental accounting* tra uomini e donne. Il test di Kruskal-Wallis, fornendo un *p-value* pari all'1% ha confermato una netta differenza statisticamente significativa in media tra uomini e donne. Nello specifico, gli individui di genere maschile del campione sembrano più propensi ad utilizzare la contabilità mentale rispetto alle donne, come evidenziato nella Figura 4.24.

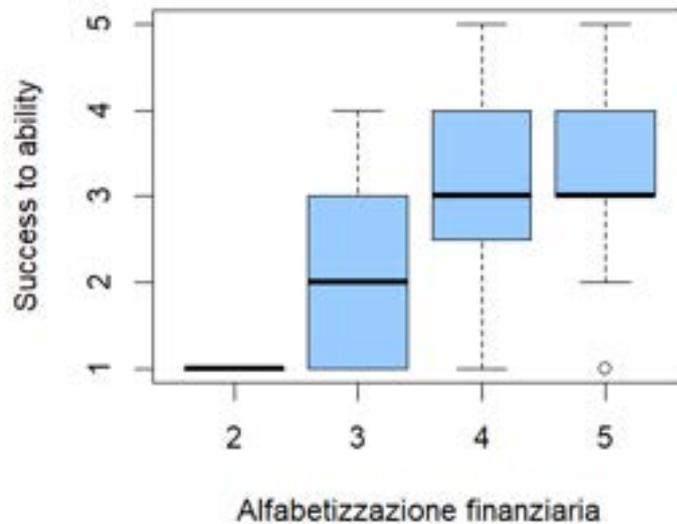
Figura 4.24 Mental accounting tra uomini e donne



Oltre a ciò, è stato riscontrato che all'aumentare dell'alfabetizzazione finanziaria degli individui aumenta la propensione ad attribuire il successo alle proprie abilità anziché alla fortuna. Questo risultato evidenzia come soggetti più alfabetizzati finanziariamente potrebbero sovrastimare l'influenza delle proprie abilità e sottostimare gli effetti della casualità nella loro vita. Tale propensione risulta positivamente correlata al *bias* di *overconfidence*, confermando l'ipotesi secondo cui all'aumentare della cultura finanziaria gli individui tendono a sovrastimare le proprie abilità.

Non sembrano invece sussistere altre differenze statisticamente significative tra soggetti appartenenti a generi diversi, generazioni distinte, con diverso reddito o patrimonio e influenza dei *bias*.

Figura 4.25 Propensione ad attribuire il successo alle proprie abilità e financial literacy



4.4.4 Tratti di personalità

L'ultimo argomento oggetto di questa analisi ha riguardato la personalità e la sua interazione con la tolleranza al rischio degli individui e i vari aspetti comportamentali oggetto di studio. Diverse ricerche empiriche hanno messo in luce l'interconnessione che esiste tra personalità e anomalie comportamentali e per tale ragione verrà approfondito anche quest'ultimo aspetto (Kubilay e Bayrakdaroglu, 2016). Innanzitutto, nella Tabella 4.20 vengono presentati i tratti di personalità manifestati dal campione di riferimento. I tratti di personalità più marcati risultano la coscienziosità e l'amicalità, mentre il tratto meno presente risulta il nevroticismo.

Tabella 4.20 Tratti di personalità del campione

Big Five	Osservazioni	Media	Mediana	Dev.Std.	Minimo	Massimo
<i>Extroverted</i>	85	3,31	3,00	2,39	1	5
<i>Coscientious</i>	85	4,07	4,00	0,64	3	5
<i>Neurotic</i>	85	4,26	4,50	0,67	2	5
<i>Friendly</i>	85	2,28	2,00	0,84	1	5
<i>Open-minded</i>	85	3,31	3,50	0,89	1	5

Fonte: elaborazione personale

Tramite il test di Kruskal-Wallis è stata esaminata la presenza di differenze statisticamente significative tra genere e generazioni nel manifestare certi tratti. Tutti i test hanno fornito un *p-value* superiore al 5%, pertanto è possibile affermare che non sussistono caratteristiche di personalità distinte tra soggetti di genere diverso e appartenenti a diverse generazioni.

Successivamente, è stata analizzata la correlazione che intercorre tra i cinque tratti. La Tabella 4.21 mette in luce che l'estroversione risulta positivamente correlata con la coscienziosità e con l'apertura mentale, e tali risultati sono statisticamente significativi. Inoltre, l'amicalità risulta correlata in modo statisticamente significativo con la coscienziosità, in modo positivo, e con il nevroticismo, in modo negativo.

Tabella 4.21 Correlazione fra tratti di personalità

	<i>Extroverted</i>	<i>Coscientious</i>	<i>Neurotic</i>	<i>Friendly</i>	<i>Open-minded</i>
<i>Extroverted</i>	1				
<i>Coscientious</i>	0,281***	1			
<i>Neurotic</i>	-0,166	-0,127	1		
<i>Friendly</i>	-0,071	0,214**	-0,308***	1	
<i>Open-minded</i>	0,214**	0,056	-0,169	0,082	1

Fonte: elaborazione personale

In aggiunta, è stata calcolata la matrice di correlazione tra tolleranza al rischio e tratti di personalità degli individui, illustrata nella Tabella 4.22. Coerentemente con quanto riscontrato da diversi studi, l'estroversione e l'apertura mentale sono positivamente correlati alla tolleranza al rischio (Kubilay e Bayrakdaroglu, 2016); viceversa, la coscienziosità, il nevroticismo e l'amicalità risultano negativamente correlati al costrutto (Pan e Statman, 2013). Ciononostante, solo la correlazione tra i tratti di estroversione e apertura mentale e la tolleranza al rischio si è rivelata statisticamente significativa.

Tabella 4.22 Correlazione tra tolleranza al rischio e tratti di personalità

<i>Big Five</i>	<i>RT_SUBJ</i>
<i>Extroverted</i>	0,210**
<i>Coscientious</i>	-0,050
<i>Neurotic</i>	-0,108
<i>Friendly</i>	-0,087
<i>Open-minded</i>	0,175*

Fonte: elaborazione personale

Tabella 4.23 Correlazione tra tratti di personalità e anomalie comportamentali

<i>Big Five</i>	<i>Mental account</i>	<i>Over-confidence</i>	<i>Status quo bias</i>	<i>Herding</i>	<i>Regret aversion</i>	<i>Home bias</i>
<i>Extroverted</i>	0,239**	0,067	-0,014	-0,004	0,090	0,100
<i>Coscientious</i>	0,059	-0,062	-0,104	0,004	-0,003	0,104
<i>Neurotic</i>	-0,223**	-0,029	-0,068	0,005	0,049	0,041
<i>Friendly</i>	0,083	-0,140	0,009	0,009	-0,094	-0,134
<i>Open-minded</i>	-0,075	0,085	-0,198*	0,256**	0,331***	0,052

<i>Big Five</i>	<i>Short-term</i>	<i>Propensity to maximization</i>	<i>Success to ability</i>	<i>Loss aversion</i>	<i>Disposition effect</i>
<i>Extroverted</i>	0,035	0,310***	0,179*	-0,094	-0,055
<i>Coscientious</i>	0,115	0,166	0,029	0,074	0,182*
<i>Neurotic</i>	-0,248**	-0,158	-0,047	0,053	0,001
<i>Friendly</i>	0,086	-0,152	-0,040	-0,001	0,016
<i>Open-minded</i>	0,281***	0,167	0,104	-0,197*	0,134

Fonte: elaborazione personale

Per di più, tramite la matrice di correlazione tra *bias* e tratti di personalità è possibile individuare quali sono i legami che intercorrono tra queste variabili. Osservando i risultati esposti nella Tabella 4.23, si nota che l'estroversione e l'apertura mentale risultano i tratti maggiormente associati alla presenza di *bias* in modo statisticamente significativo. Nel dettaglio, l'estroversione risulta positivamente correlata in modo statisticamente significativo con la contabilità mentale, la propensione alla massimizzazione e alla propensione ad attribuire il successo alle proprie abilità. L'apertura mentale risulta invece positivamente associata all'*herding behaviour*, all'avversione al rimpianto e allo *short term bias*; mentre si evidenzia un'associazione negativa fra questo tratto, lo *status quo bias* e l'avversione alle perdite.

Gli individui caratterizzati dal tratto nevroticismo risultano i meno propensi a manifestare *bias*, alla luce del fatto che questo tratto risulta negativamente correlato alla contabilità mentale e allo *short-term bias*, in modo statisticamente significativo. In aggiunta, il tratto di amicalità non risulta correlato in modo statisticamente significativo ad alcuna anomalia, mentre la coscienziosità viene associata in modo negativo al *disposition effect*: gli individui coscienziosi sembrano meno propensi a questo aspetto comportamentale. Questi risultati evidenziano come individui con personalità diverse sono propensi a manifestare anomalie comportamentali diverse, con intensità diverse.

Nel complesso, tutte le analisi svolte hanno messo in luce come la tolleranza al rischio manifestata dagli individui risulta correlata ad un insieme di variabili solitamente non rilevate tramite i questionari di adeguatezza MiFID. Tra queste, si ricordano: il *bias* di *overconfidence*, la propensione alla massimizzazione, i tratti di estroversione e di apertura mentale. Inoltre, la tolleranza al rischio sembra collegata ad un insieme di fattori interconnessi e la sua rilevazione non risulta pertanto banale. In aggiunta, certi tratti di personalità sembrano maggiormente associati ad alcuni comportamenti poco razionali attuati dagli individui. Il consulente finanziario dovrebbe tenere opportunamente conto dell'interazione tra diverse variabili e dell'influenza esercitata da alcuni elementi non convenzionali nella tolleranza al

rischio degli investitori. Così facendo, il professionista potrà strutturare un rapporto di consulenza coerente con le caratteristiche e peculiarità del proprio cliente, al tempo stesso limitando i comportamenti che possono ridurre l'efficienza del portafoglio finanziario. Inoltre, un consulente che conosce in modo approfondito il proprio cliente può gestire in modo più efficace la relazione con lo stesso, potendolo educare e sensibilizzare circa alcuni aspetti e comportamenti che ostacolano il raggiungimento dei suoi obiettivi di investimento e di vita.

4.4.5 Modello di regressione lineare

In ultima istanza, è stato impostato un modello di regressione con metodo dei minimi quadrati ordinari al fine di verificare se le variabili sociodemografiche ed economiche, gli aspetti comportamentali e i tratti di personalità hanno un impatto diretto sulla tolleranza al rischio degli individui. A questi fini, la tolleranza al rischio soggettiva ha rappresentato la variabile dipendente e tutti gli altri fattori le variabili indipendenti.

Si è ritenuto opportuno selezionare i regressori da includere nel modello con il metodo *backward stepwise*. Nel dettaglio, è stato impostato un modello completo di tutti i regressori e successivamente sono stati via via rimossi i regressori che apportavano il contributo marginale meno significativo e che hanno permesso di migliorare il coefficiente di determinazione R^2 del modello. Tale coefficiente sintetizza la proporzione di varianza della variabile dipendente - la tolleranza al rischio - che può essere associata ai regressori inseriti nel modello, ossia le variabili indipendenti - fattori sociodemografici ed economici, aspetti comportamentali, tratti di personalità. Sono state mantenute esclusivamente le variabili significative e le variabili che, seppur non significative, se rimosse riducevano l' R^2 .

Il modello di regressione così impostato è stato sottoposto ad opportuni test di specificazione, volti ad accertare il rispetto tutte le ipotesi che ne sono alla base. Nel dettaglio, sono state vagliate le seguenti ipotesi:

1. I residui del modello non sono significativamente diversi da zero, utilizzando un t-test sui residui.
2. I residui del modello seguono una distribuzione normale, utilizzando il test di Shapiro-Wilk.
3. I residui sono omoschedastici, ossia la loro varianza è costante, utilizzando il test di Breusch-Pagan.
4. La correlazione seriale è assente nel modello, utilizzando il test di Durbin-Watson.

Figura 4.26 – Modello di regressione

```

Call:
lm(formula = RT_SUBJ ~ AGE_GROUP + EDUC + FIN_LIT + MENT_ACC +
    OVERC + SHORT_TERM + HOME_BIAS + MAXIM + SUX_ABILITY + EXTROVERTED +
    NEUROTIC)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-1.18251 -0.41861 -0.02465  0.39311  1.18940

Coefficients:
            Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)  1.09842    0.68820   1.596  0.11492
AGE_GROUP    0.17548    0.09924   1.768  0.08132 .
EDUC         0.18107    0.06230   2.907  0.00487 **
FIN_LIT      0.19029    0.10284   1.850  0.06842 .
MENT_ACC    -0.13547    0.06206  -2.183  0.03235 *
OVERC        0.11376    0.07404   1.537  0.12886
SHORT_TERM  -0.12478    0.06253  -1.995  0.04983 *
HOME_BIAS    0.23388    0.09152   2.556  0.01274 *
MAXIM        0.18587    0.07398   2.512  0.01427 *
SUX_ABILITY -0.17564    0.06475  -2.712  0.00837 **
EXTROVERTED  0.15987    0.07324   2.183  0.03236 *
NEUROTIC    -0.15565    0.09047  -1.720  0.08971 .
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 0.6174 on 71 degrees of freedom
(2 osservazioni eliminate a causa di valori mancanti)
Multiple R-squared:  0.4056,    Adjusted R-squared:  0.3136
F-statistic: 4.405 on 11 and 71 DF,  p-value: 5.002e-05

```

Tutti i test sono stati svolti sul software R Studio, tramite l'implementazione dei pacchetti *lmtest* e *skedastic*, e hanno dato esito positivo. Pertanto, il modello di regressione lineare impostato utilizzando il metodo dei minimi quadrati ordinari è risultato appropriato. Nella Figura 4.26 sono esposti i risultati.

Il modello di regressione presenta un R^2 aggiustato di poco superiore al 30%. Ciò significa che la varianza della tolleranza al rischio può essere spiegata in misura pari

al 30% dai regressori inclusi nel modello. Anche se il valore del coefficiente di determinazione non risulta molto elevato, il *p-value* della statistica F è significativo poiché molto basso e circa pari a zero, confermando la bontà della regressione così impostata.

Passando ora all'analisi dei coefficienti, si nota come 10 di essi siano statisticamente significativi, la maggior parte dei quali con un livello di significatività inferiore al 5%. Tra i fattori sociodemografici, risultano statisticamente significativi la generazione di appartenenza e l'educazione. Nel dettaglio, gli individui appartenenti a generazioni più giovani e gli individui che possiedono un livello di educazione più alto sono associati ad una tolleranza al rischio maggiore. Non sembra invece sussistere alcun nesso causale statisticamente significativo tra i fattori economici - reddito e patrimonio - e la tolleranza al rischio manifestata dagli individui. Per ciò che concerne l'alfabetizzazione finanziaria, sembra che da essa derivi una maggiore tolleranza al rischio, con un livello di significatività inferiore al 10%.

In aggiunta, cinque anomalie comportamentali sembrano avere un impatto statisticamente significativo sulla tolleranza al rischio, con direzionalità distinte. Nello specifico, gli individui propensi alla contabilità mentale e ad attribuire il successo alle proprie abilità nonché gli individui che manifestano lo *short-term bias* sembrano in media manifestare una minore tolleranza nei confronti del rischio. Gli individui che prediligono gli investimenti in azioni nazionali (*equity home bias*) e coloro che sono propensi alla massimizzazione manifestano invece una tolleranza al rischio maggiore. Anche il *bias* di *overconfidence* sembra avere un impatto incrementale sulla tolleranza al rischio, però tale legame non risulta statisticamente significativo. Infine, anche due dei cinque tratti di personalità risultano associati alla tolleranza al rischio in modo statisticamente significativo. L'estroversione sembra avere un impatto positivo sulla tolleranza al rischio manifestata dall'individuo, viceversa il nevroticismo risulta associato in senso diminutivo alla tolleranza verso il rischio.

Al fine di indagare ulteriormente le differenze intergenerazionali con riguardo alla tolleranza al rischio, sono stati impostati due ulteriori modelli di regressione. Il primo modello ha analizzato gli elementi che influiscono sulla tolleranza al rischio degli individui nati tra il 1945 e il 1964, ossia appartenenti alla generazione dei *boomers*, mentre il secondo modello ha analizzato gli elementi che influiscono sulla tolleranza al rischio degli individui nati tra il 1965 e il 1980, ossia appartenenti alla Generazione X. Non è stato possibile studiare anche gli elementi che influenzano la tolleranza al rischio delle altre due generazioni - *Millennials* e Generazione Z - poiché non si dispone di un numero sufficiente di osservazioni. I regressori da includere nel modello sono stati selezionati utilizzando il metodo *backward stepwise*, precedentemente illustrato, e i risultati ottenuti sono esposti nella Figura 4.27 e nella Figura 4.28. Entrambi i modelli hanno superato tutti i test di specificazione.

Figura 4.27 Modello di regressione - Boomers

```
Call:
lm(formula = RT_SUBJ ~ MALE + EDUC + FIN_LIT + INCOME + HOUSE_OWNER +
  single + MENT_ACC + OVERC + STATUS_QUO + SHORT_TERM + HOME_BIAS +
  SUX_ABILITY + EXTROVERTED + COSCIENTIOUS + OPEN_MINDED, subset = AGE_GROUP ==
  1)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-0.69911 -0.27524 -0.06613  0.19265  1.24051

Coefficients:
            Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)  -3.92709    1.41218   -2.781  0.00976 **
MALE           0.32126    0.24238    1.325  0.19612
EDUC           0.17731    0.09219    1.923  0.06505 .
FIN_LIT        0.28885    0.15758    1.833  0.07784 .
INCOME         0.08647    0.07520    1.150  0.26025
HOUSE_OWNER   1.74587    0.77209    2.261  0.03201 *
single         0.84687    0.47480    1.784  0.08573 .
MENT_ACC      -0.17978    0.08967   -2.005  0.05508 .
OVERC          0.14999    0.10291    1.458  0.15649
STATUS_QUO     0.13389    0.09265    1.445  0.15993
SHORT_TERM    -0.17233    0.08070   -2.135  0.04195 *
HOME_BIAS      0.28226    0.12738    2.216  0.03532 *
SUX_ABILITY   -0.30705    0.09082   -3.381  0.00222 **
EXTROVERTED   0.36516    0.10494    3.480  0.00172 **
COSCIENTIOUS  0.27037    0.14994    1.803  0.08254 .
OPEN_MINDED   0.29504    0.12099    2.439  0.02160 *
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 0.5322 on 27 degrees of freedom
(2 osservazioni eliminate a causa di valori mancanti)
Multiple R-squared:  0.7214,    Adjusted R-squared:  0.5666
F-statistic: 4.66 on 15 and 27 DF,  p-value: 0.0002604
```

Figura 4.28 Modello di regressione – Generazione X

```

Call:
lm(formula = RT_SUBJ ~ MALE + EDUC + HOUSE_OWNER + n_income +
    autonomo + single + MENT_ACC + STATUS_QUO + HERDING + REGRET +
    SHORT_TERM + DISP_EFF + EXTROVERTED + COSCIENTIOUS + NEUROTIC +
    FRIENDLY + OPEN_MINDED, subset = AGE_GROUP == 2)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-0.39436 -0.17493 -0.05078  0.17890  0.47302

Coefficients:
            Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)  2.95529    1.26525   2.336 0.034899 *
MALE        -1.26962    0.27281  -4.654 0.000372 ***
EDUC         0.46589    0.07249   6.427 1.58e-05 ***
HOUSE_OWNER  0.86356    0.27081   3.189 0.006565 **
n_income    -0.25595    0.13388  -1.912 0.076585 .
autonomo     0.28645    0.17329   1.653 0.120573
single      -0.68616    0.35896  -1.911 0.076631 .
MENT_ACC     0.20900    0.08019   2.606 0.020724 *
STATUS_QUO  -0.26761    0.09206  -2.907 0.011483 *
HERDING      0.15837    0.06665   2.376 0.032303 *
REGRET       0.55704    0.10465   5.323 0.000108 ***
SHORT_TERM  -0.23061    0.07683  -3.002 0.009522 **
DISP_EFF    -0.72890    0.27759  -2.626 0.019950 *
EXTROVERTED -0.17739    0.10278  -1.726 0.106369
COSCIENTIOUS -0.28707    0.16106  -1.782 0.096372 .
NEUROTIC    -0.39364    0.18636  -2.112 0.053115 .
FRIENDLY     0.56591    0.21278   2.660 0.018673 *
OPEN_MINDED -0.44535    0.09708  -4.588 0.000422 ***
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 0.3395 on 14 degrees of freedom
(2 osservazioni eliminate a causa di valori mancanti)
Multiple R-squared:  0.8804,    Adjusted R-squared:  0.7353
F-statistic: 6.064 on 17 and 14 DF,  p-value: 0.0007258

```

Al fine di rendere la comparazione dei risultati più agevole, essi sono stati trasposti nella Tabella 4.24.

Osservando i risultati ottenuti dalle due regressioni è possibile notare che il genere non sembra avere un'influenza sulla tolleranza al rischio dei *boomers*, mentre nel caso degli individui appartenenti alla Generazione X si evidenzia come il genere maschile sia associato ad una minor tolleranza al rischio, con una significatività inferiore all'1%. L'educazione risulta invece associata ad una maggiore tolleranza al rischio, in modo statisticamente significativo in entrambi i sottogruppi; mentre l'alfabetizzazione finanziaria risulta positivamente associata alla tolleranza al rischio solo per i *boomers*. Per ciò che concerne lo stato civile, le due regressioni forniscono risultati contrastanti. I soggetti *single* nati tra il 1946 e il 1964 appaiono più tolleranti

al rischio rispetto agli altri stati civili (sposati, divorziati e vedovi); viceversa, nel caso di individui *single* nati tra il 1965 e il 1980 si riscontra l'esatto opposto. Il numero di fonti di reddito non sembra associato alla tolleranza al rischio per i *boomers*, mentre risulta negativamente associato alla tolleranza al rischio per i soggetti appartenenti alla Generazione X, con un livello di significatività inferiore al 10%. Un fattore sociodemografico il cui impatto risulta forte e statisticamente significativo per entrambe le generazioni è il possesso di almeno un immobile. Nel dettaglio, questi soggetti sono associati ad una maggiore tolleranza al rischio.

Per quanto riguarda i *bias* comportamentali, si osserva come essi influenzino la tolleranza al rischio in modo diverso in base alla generazione di appartenenza. Nel dettaglio, la contabilità mentale sembra avere un impatto statisticamente significativo in entrambi i contesti, seppur con direzionalità distinte. Invero, i *boomers* che ricorrono alla contabilità mentale sembrano associati ad una maggiore tolleranza al rischio, mentre i soggetti appartenenti alla Generazione X propensi al medesimo *bias* risultano meno tolleranti al rischio. L'*herding behaviour*, il *regret aversion bias*, lo *status quo bias* e il *disposition effect* hanno un impatto significativo solo sulla tolleranza degli individui nati tra il 1965 e il 1980. Nello specifico, i primi due *bias* esercitano un'influenza positiva sulla tolleranza al rischio, al contrario i secondi vi esercitano un'influenza negativa. Lo *short-term bias* risulta invece negativamente associato alla tolleranza al rischio per entrambe le generazioni in modo statisticamente significativo.

Infine, si rileva una differenza piuttosto marcata con riguardo all'associazione che intercorre tra i tratti di personalità e la tolleranza al rischio degli individui appartenenti a generazioni diverse. Nel dettaglio, i *boomers* che manifestano marcatamente i tratti di estroversione, coscienziosità e apertura mentale risultano associati ad una maggiore tolleranza al rischio. Per quanto riguarda i soggetti appartenenti alla Generazione X, mentre il tratto dell'estroversione non sembra influenzare la tolleranza al rischio, la coscienziosità, il nevroticismo e l'apertura

mentale risultano negativamente associati alla stessa, al contrario l'amicizia risulta positivamente associata alla capacità dell'individuo di sopportare rischi finanziari.

Nel complesso, questi risultati mettono in evidenza che diversi fattori comportamentali esercitano un'influenza sulla tolleranza al rischio degli individui. Per di più, questa influenza varia al variare di altri elementi, come in questo caso si è dimostrato per la generazione di appartenenza dell'individuo. Al fine effettuare una rilevazione più accurata della capacità dell'individuo di sopportare rischi finanziari sarebbe opportuno implementare nei questionari di adeguatezza MiFID alcuni quesiti volti ad analizzare i comportamenti più frequentemente attuati dagli individui nonché i relativi tratti di personalità, tenendo conto del fatto che soggetti appartenenti a generazioni distinte potrebbero essere influenzati da tali fattori con direzionalità diverse.

Tabella 4.24 – Confronto tra Boomers e Gen X

	RT(Boomers)	RT(Gen X)
<i>Intercept</i>	-3,927***	2,955**
<i>MALE</i>	0,321	-1,270***
<i>EDUC</i>	0,177*	0,466***
<i>FIN_LIT</i>	0,289*	
<i>INCOME</i>	0,086	
<i>SINGLE</i>	0,847*	-0,686*
<i>N_INCOME</i>		-0,256*
<i>AUTONOMO</i>		0,287
<i>HOUSE_OWNER</i>	1,746**	0,864***
<i>MENT_ACC</i>	-0,180*	0,209**
<i>OVERC</i>	0,150	
<i>STATUS_QUO</i>	0,134	-0,268***
<i>HERDING</i>		0,158**
<i>REGRET</i>		0,557***
<i>SHORT_TERM</i>	-0,172**	-0,230***
<i>HOME_BIAS</i>	0,282**	
<i>SUX_ABILITY</i>	-0,307***	
<i>DISP_EFF</i>		-0,729**
<i>EXTROVERTED</i>	0,365***	-0,177
<i>COSCIENTIOUS</i>	0,270*	-0,287*
<i>NEUROTIC</i>		-0,394*
<i>FRIENDLY</i>		0,566**
<i>OPEN_MINDED</i>	0,295**	-0,445***
<i>R² adjusted</i>	0,567	0,735
<i>p-value</i>	0,0003	0,0007

Nota: la significatività dei coefficienti viene illustrata tramite la seguente simbologia: ‘*’ indica una significatività inferiore al 10%, ‘**’ indica una significatività inferiore al 5%, ‘***’ indica una significatività inferiore all’1%.

Fonte: elaborazione personale

Conclusione

Questo elaborato ha rappresentato un viaggio volto ad approfondire diversi temi. Nel primo capitolo è stato brevemente ripercorso l'avvento della finanza comportamentale, il quale ha definitivamente messo in evidenza la limitata razionalità degli individui nel compiere scelte in condizioni di incertezza, già riscontrata da diversi studiosi neoclassici nel diciottesimo secolo. In seguito, sono state analizzate alcune delle principali anomalie comportamentali che influenzano le scelte d'investimento degli individui e sono stati presentati alcuni metodi che possono contribuire a ridurre, se non eliminare, l'influenza di questi comportamenti irrazionali, ossia: educazione finanziaria, trasparenza informativa, consulenza in materia d'investimenti.

Nel secondo capitolo è stato quindi approfondito quest'ultimo servizio. Dopo aver delineato il vigente quadro regolamentare europeo riguardante la consulenza finanziaria, sono state analizzate le funzioni assolte da questa figura professionale. Tra queste, è stata posta particolare attenzione sulla funzione educativa del consulente e sulle sue capacità di mitigare l'impatto dei *bias* comportamentali. Inoltre, è stato proposto un pratico approccio tramite cui il professionista può gestire al meglio la relazione con i propri clienti tenendo adeguatamente conto della loro sfera comportamentale, delineando il giusto compromesso tra teorie finanziarie classiche e comportamentali.

Nel terzo capitolo l'attenzione è stata focalizzata sulla fase iniziale della prestazione del servizio di consulenza: la profilatura della clientela ai fini di adeguatezza. La profilatura rappresenta il momento in cui il consulente finanziario inizia a conoscere il proprio cliente, dovendo esso raccogliere un insieme di informazioni per congegnare la pianificazione finanziaria adatta alle caratteristiche e alle esigenze del cliente stesso. Tra le varie informazioni, il professionista è tenuto ad analizzare la tolleranza al rischio, la cui definizione e le modalità di rilevazione appaiono ancora tutt'oggi indefinite ed eterogenee. Nel prosieguo del capitolo si è cercato quindi di

definire opportunamente il concetto di tolleranza al rischio e i fattori importanti da acquisire al fine di determinare al meglio questo costrutto. Tra questi, la letteratura economica ha rimarcato come anche le anomalie comportamentali e i tratti di personalità svolgono un importante ruolo nel determinare la tolleranza al rischio degli individui.

Infine, nell'ultimo capitolo è stata svolta un'analisi empirica volta ad esaminare alcuni degli aspetti approfonditi in questo elaborato. Tale analisi è stata resa possibile grazie al supporto offerto dal consulente finanziario Andrea Rossi e da quattro suoi colleghi, i quali hanno distribuito un questionario ad un insieme eterogeneo di loro clienti. Nel dettaglio, si è cercato di rispondere al seguente quesito: *quali elementi – oltre a quelli contenuti nei questionari di adeguatezza MiFID – sono utili al fine di rilevare in modo più accurato la tolleranza al rischio degli investitori?* L'obiettivo dell'analisi è stato innanzitutto verificare la capacità dell'individuo di auto-valutare la propria tolleranza al rischio. Successivamente, sono stati analizzati alcuni dei fattori individuati dalla letteratura come rilevanti al fine di valutare la tolleranza al rischio. Tra questi, particolare attenzione è stata dedicata alle anomalie comportamentali – che hanno rappresentato il cuore di questo elaborato – e alla personalità degli individui. In entrambi i casi, si tratta di elementi trascurati dai questionari di adeguatezza MiFID e, se vi fossero inclusi, potrebbero contribuire a migliorare l'accuratezza della rilevazione.

L'analisi svolta ha evidenziato, in primo luogo, come non sempre gli individui sono in grado di auto-valutare correttamente la propria tolleranza al rischio. Tale circostanza mette in luce la necessità di affrontare tale costrutto da più punti di vista. In questo contesto, il supporto offerto dal consulente può essere determinante al fine di permettere al cliente di comprendere il grado di rischio congruente alle sue caratteristiche personali. In secondo luogo, è stato osservato come la percezione del rischio sembra essere in quale modo collegata all'*asset allocation* proposta dal consulente finanziario, evidenziando quindi l'importanza delle percezioni in materia di investimenti nei mercati finanziari.

In seguito, i fattori sociodemografici ed economici, l'alfabetizzazione finanziaria, i *bias* comportamentali e i tratti di personalità sono stati analizzati prima singolarmente e poi congiuntamente in relazione alla tolleranza al rischio. Tramite l'analisi singola, è stata messa in luce la correlazione tra ciascun fattore e la tolleranza al rischio. In aggiunta, è stata verificata la capacità del consulente di esercitare un ruolo educativo nei confronti dei propri clienti nonché la sua capacità di mitigare l'impatto dei *bias* comportamentali. L'analisi svolta ha confermato l'abilità dei consulenti di educare i propri clienti, sia perché essi dispongono di un'alfabetizzazione finanziaria molto elevata, sia perché la cultura finanziaria sembra correlata positivamente alla durata della relazione con il proprio consulente, almeno in alcuni casi. Inoltre, la durata del rapporto di consulenza risulta negativamente correlata alla propensione a manifestare certi *bias* comportamentali, confermando la capacità del professionista di ridurre l'attitudine dei propri clienti a manifestare comportamenti inefficienti.

Infine, tramite l'analisi congiunta, è stata analizzata l'associazione che intercorre tra i vari fattori esaminati e la tolleranza al rischio degli individui. In tale contesto sono state rilevate delle differenze intergenerazionali. Nel dettaglio, la tolleranza al rischio di individui appartenenti a generazioni distinte sembra influenzata da fattori sociodemografici, economici e comportamentali diversi, oppure dai medesimi con direzionalità distinte. Tale circostanza mette in luce la necessità di analizzare tali fattori congiuntamente, e non singolarmente, al fine di comprendere la reale capacità dell'individuo di sopportare rischi finanziari. A questi fini, risulterebbe utile integrare i questionari MiFID con alcuni quesiti volti ad analizzare alcuni dei più importanti comportamenti irrazionali manifestati dagli individui e ritenuti rilevanti nella valutazione della tolleranza al rischio nonché un breve test dedicato a rilevare i tratti di personalità più marcati nell'individuo.

Così facendo, il consulente può delineare un quadro più completo del proprio cliente, personalizzare ulteriormente il rapporto di consulenza con lo stesso e sensibilizzarlo sull'impatto derivante dai suoi comportamenti nei risultati ottenuti

dal suo portafoglio di investimento. Perché, come scriveva Adam Smith quasi tre secoli fa: *“se non sai chi sei, [il mercato finanziario] è un posto costoso in cui scoprirlo”*.

Bibliografia

Adria, F., Linciano, N., Quaranta, F., Soccorso, P. (2022). *Profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza*. Consob, Discussion Papers, (11).

Allais, M., (1953). *Le comportement de l'homme rationnel devant le risque: critique des postulats et axiomes de l'école américaine*. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, pp.503-546.

Alpert, M. and Raiffa, H., (1982). 21. *A progress report on the training of probability assessors*.

Assiom Forex, *Consulenza finanziaria 2.0: Una nuova opportunità di sviluppo per la banca*. Quaderno n.3, marzo 2014.

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

Barber, B.M. and Odean, T., (2000). *Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors*. *The journal of Finance*, 55(2), pp.773-806.

Barber, B.M. and Odean, T., (2001). *Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment*. *The quarterly journal of economics*, 116(1), pp.261-292.

Barberis, N. and Thaler, R., (2003). *A survey of behavioral finance*. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, pp.1053-1128.

Benartzi, S. and Thaler, R.H., (1995). *Myopic loss aversion and the equity premium puzzle*. *The quarterly journal of Economics*, 110(1), pp.73-92.

Bergstresser, D., Chalmers, J. M., Tufano, P. (2008). *Assessing the costs and benefits of brokers in the mutual fund industry*. *The Review of Financial Studies*, 22(10), 4129-4156.

Bonante, G., Gallicchio, M. (2014). *MiFID II e MIFIR, recenti sviluppi*. Febbraio 2014, Diritto Bancario Approfondimenti.

Browne, M. J., Jaeger, V., Richter, A., & Steinorth, P. (2016). *Family transitions and risk attitude*.

Burghof, H.P. and Kleinert, H., (2013), July. *Cultural Influences on Domestic and Foreign Bias in International Asset Allocation*. In 26th Australasian Finance and Banking Conference.

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

Cavezzali, E., Gardenal, G. and Rigoni, U., (2012). *Risk taking, diversification behavior and financial literacy of individual investors*. Università Ca' Foscari Department of Management Venezia Working Paper, (17).

Cervellati, E.M., Angelini, N. and Stella, G.P., (2024). *Behavioral finance and wealth management: Market anomalies, investors' behavior, and the role of financial advisors*.

- Chang, C. C., DeVaney, S. A., & Chiremba, S. T. (2004). *Determinants of subjective and objective risk tolerance*. *Journal of Personal finance*, 3(3), 53-67.
- Choi, S.J. and Pritchard, A.C., (2003). *Behavioral Economics and the SEC*. *Stan. L. Rev.*, 56, p.1.
- Civale, F. *Consulenza e MiFID 2: il nuovo assetto a "geometria variabile"*. Marzo 2015, *Diritto Bancario Approfondimenti*.
- Collins, J. M. (2010). *A review of financial advice models and the take-up of financial advice*. Center for Financial Security WP, 10(5), 1-66.
- Consob, *La relazione consulente-cliente – Analisi mirroring*, 2017.
- Consob, *La relazione consulente-cliente – Indagine mirroring su sostenibilità e investimenti*, 2020.
- Cordell, D. M. (2001). *RiskPACK: How to evaluate risk tolerance*. *Journal of financial planning*, 14(6), 36.
- Cruciani, C. (2017). *Investor decision-making and the role of the financial advisor: A behavioural finance approach*. Springer.
- Cruciani, C., Gardenal, G. and Rigoni, U., (2021). *Trust-formation processes in financial advisors: A structural equation model*. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 82, pp.185-199.
- Cruciani, C., Gardenal, G., & Amitrano, G. (2022). *Understanding Financial Risk Tolerance: Institutional, Behavioral and Normative Dimensions*. Springer Nature.
- D'Alessio, G., De Bonis, R., Neri, A. and Rampazzi, C., (2020). *L'alfabetizzazione finanziaria degli italiani: i risultati dell'indagine della Banca d'Italia del 2020*. Bank of Italy Occasional Paper, (588).
- De Bondt, W., Mayoral, R.M. and Vallelado, E., (2013). *Behavioral decision-making in finance: An overview and assessment of selected research*. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 42(157), pp.99-118.
- De Bondt, W.F. and Thaler, R., (1985). *Does the stock market overreact?*. *The Journal of finance*, 40(3), pp.793-805.
- De Bondt, W.F., (1998). *A portrait of the individual investor*. *European economic review*, 42(3-5), pp.831-844.
- Dhiman, B., Raheja, S. (2018). *Do personality traits and emotional intelligence of investors determine their risk tolerance?*. *Management and Labour Studies*, 43(1-2), 88-99.
- Di Ciommo, F. (2017). *La consulenza finanziaria alla luce della MiFID2: profili giuridici*. *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, (1), 39-68.
- Diacon, S., Ennew, C. (2001). *Consumer perceptions of financial risk*. *The Geneva Papers on Risk and Insurance. Issues and Practice*, 26(3), 389-409.

- Dickason-Koekemoer, Z. (2019). *Risk tolerance: The influence of gender and life satisfaction*. Journal of Economics and Behavioral Studies, 11(1 (J)), 66-72.
- Faff, R., Mulino, D., & Chai, D. (2008). *On the linkage between financial risk tolerance and risk aversion*. Journal of financial research, 31(1), 1-23.
- Fama, E.F., (1970). *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*. The journal of Finance, 25(2), pp.383-417.
- Finucane, M.L., Alhakami, A., Slovic, P. and Johnson, S.M., (2000). *The affect heuristic in judgments of risks and benefits*. Journal of behavioral decision making, 13(1), pp.1-17.
- Fischhoff, B., (1982). *Debiasing. Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*, (31).
- Fisher, K.L. and Statman, M., (2002). *Blowing bubbles*. The Journal of Psychology and Financial Markets, 3(1), pp.53-65.
- French, K.R. and Poterba, J., (1991). *Investor diversification and international equity markets*.
- Gennaioli, N., Shleifer, A., Vishny, R. (2015). *Money doctors*. The Journal of Finance, 70(1), 91-114.
- Georgarakos, D., Inderst, R. (2011). *Financial advice and Stock Market participation* (Working Paper No. 1296). Frankfurt am Mein: European Central Bank.
- Grable, J. (2000). *Financial risk tolerance and additional factors that affect risk taking in everyday money matters*. Journal of business and psychology, 14, 625-630.
- Grable, J. E., Joo, S. H. (1999). *Factors related to risk tolerance: A further examination*. Consumer interests annual, 45(1), 53-58.
- Grable, J., Lytton, R. H. (1999). *Financial risk tolerance revisited: the development of a risk assessment instrument*. Financial services review, 8(3), 163-181.
- Grable, J., Lytton, R., O'Neill, B. (2004). *Projection bias and financial risk tolerance*. The Journal of Behavioral Finance, 5(3), 142-147.
- Greco, G.L., and Miorelli, A. (2022). *Le Linee guida ESMA su appropriatezza e execution-only*. Febbraio 2022, Diritto Bancario Approfondimenti.
- Griffin, D. and Tversky, A., (1992). *The weighing of evidence and the determinants of confidence*. Cognitive psychology, 24(3), pp.411-435.
- Grubel, H.G., (1968). *Internationally diversified portfolios: welfare gains and capital flows*. The American economic review, 58(5), pp.1299-1314.
- Guiso, L. and Jappelli, T., (2006). *Information acquisition and portfolio performance*.
- Hackethal, A., Haliassos, M., Jappelli, T. (2012). *Financial advisors: A case of babysitters?*. Journal of Banking & Finance, 36(2), 509-524.

- Hermansson, C., Jonsson, S. (2021). *The impact of financial literacy and financial interest on risk tolerance*. Journal of Behavioral and Experimental Finance, 29, 100450.
- Huberman, M., (1999). *The mind is its own place: The influence of sustained interactivity with practitioners on educational researchers*. Harvard Educational Review, 69(3), pp.289-320.
- Hung, A., Yoong, J. (2013). *Asking for help: Survey and experimental evidence on financial advice and behavior change*. The market for retirement financial advice, 182, 182-212.
- Inderst, R., Ottaviani, M. (2009). *Misselling through agents*. American Economic Review, 99(3), 883-908.
- Kahneman, D. and Riepe, M.W., (1998). *Aspects of investor psychology*. Journal of portfolio management, 24(4), pp.52.
- Kahneman, D., Tversky, A., (1979). *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*. Econometrica, Econometric Society, vol. 47(2), pages 263-291.
- Kilka, M. and Weber, M., (2000). *Home bias in international stock return expectations*. The Journal of Psychology and Financial Markets, 1(3-4), pp.176-192.
- Kramer, M. M. (2016). *Financial literacy, confidence and financial advice seeking*. Journal of Economic Behavior & Organization, 131, 198-217.
- Kruschke, J.K. and Johansen, M.K., (1999). *A model of probabilistic category learning*. Journal of Experimental Psychology: Learning, Memory, and Cognition, 25(5), p.1083.
- Kubilay, B., Bayrakdaroglu, A. (2016). *An empirical research on investor biases in financial decision-making, financial risk tolerance and financial personality*. International Journal of Financial Research, 7(2), 171-182.
- Kuzniak, S., Rabbani, A., Heo, W., Ruiz-Menjivar, J., Grable, J. (2015). *The Grable and Lytton risk-tolerance scale: A 15-year retrospective*. Financial Services Review, 24(2), 177-192.
- Legrenzi, P. and Arielli, E., (2005). *Psicologia e management. Le basi cognitive delle scienze manageriali*. Edizioni Il Sole-24Ore.
- Leimberg, S. R., Roszkowski, M., Snelbecker, G. E. (1993). *Risk tolerance and risk aversion*. The tools and techniques of financial planning, 213-225.
- Lichtenstein, S., Slovic, P., Fischhoff, B., Layman, M. and Combs, B., (1977). *Perceived frequency of recurrent events*. TR-PTR-1042-77-8). Washington, DC: Defense Advanced Research Projects Agency.
- Linciano N., *Cognitive biases and instability of preferences in the portfolio choices of retail investors, Policy implications of behavioural finance*. CONSOB Working papers no. 66, 2010.
- Linciano, N. and Soccorso, P., (2017). *Challenges in ensuring financial competencies*.

- Linciano, N., Soccorso, P. (2012). *La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario*. Consob, Discussion Papers, (4).
- Linnainmaa, J. T., Melzer, B. T., Previtro, A. (2021). *The misguided beliefs of financial advisors*. The Journal of Finance, 76(2), 587-621.
- List, J. A. (2003). *Does market experience eliminate market anomalies?*. The quarterly journal of economics, 118(1), 41-71.
- Loewenstein, G. F., Weber, E. U., Hsee, C. K., & Welch, N. (2001). *Risk as feelings*. Psychological bulletin, 127(2), 267.
- Loomes, G. and Sugden, R., 1982. *Regret theory: An alternative theory of rational choice under uncertainty*. The economic journal, 92(368), pp.805-824.
- Lusardi, A., (2006). *Financial literacy and financial education: Review and policy implications*. NFI Policy Brief, (2006-PB), p.11.
- Lusardi, A., and Mitchell, O.S., (2011). *Financial literacy around the world: an overview*. Journal of pension economics & finance, 10(4), pp.497-508.
- Maier, M. and Scholz, H., (2019). *Determinants of home bias: Evidence from European equity funds*.
- Marinelli, N., Mazzoli, C. (2010). *Profiling investors with the MiFID: current practice and future prospects*.
- Migliavacca, M. (2021). *Keep your customer knowledgeable: financial advisors as educators*. In Financial Literacy and Responsible Finance in the FinTech Era (pp. 106-123). Routledge.
- Mocci, F. (2023). *La disciplina degli incentivi nella Retail Investment Strategy*. Luglio 2023, Diritto Bancario Approfondimenti.
- Monti, M., Pelligra, V., Martignon, L. and Berg, N., (2014). *Retail investors and financial advisors: New evidence on trust and advice taking heuristics*. Journal of Business Research, 67(8), pp.1749-1757.
- Mullainathan, S., Noeth, M., Schoar, A. (2012). *The market for financial advice: An audit study* (No. w17929). National Bureau of Economic Research.
- Nicolini, G., (2017). *The assessment methodologies of financial literacy. Challenges in ensuring financial competencies*.
- Odean, T., (1998). *Are investors reluctant to realize their losses?*. The Journal of finance, 53(5), pp.1775-1798.
- Olsen, R. A. (1997). *Investment risk: The experts' perspective*. Financial Analysts Journal, 53(2), 62-66.
- Pan, C. H., Statman, M. (2012). *Questionnaires of risk tolerance, regret, overconfidence, and other investor propensities*. SCU Leavey School of Business Research Paper, (10-05).

- Pan, C. H., Statman, M. (2013). *Investor personality in investor questionnaires*. Journal of Investment Consulting, 14(1), 48-56.
- Pompian, M. (2016). *Risk profiling through a behavioral finance lens*. CFA Institute Research Foundation.
- Pompian, M. M. (2017). *Risk tolerance and behavioral finance*. Investments and Wealth monitor, Boston, 20(31), 34-45.
- Pompian, M.M. and Longo, J.M., (2005). *Incorporating behavioral finance into your practice*. Journal of Financial Planning, 18(3), p.58.
- Pompian, M.M. and Wood, A.S., (2006). *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios for Private Clients*.
- Raheja, S., Dhiman, B. (2019). *Relationship between behavioral biases and investment decisions: The mediating role of risk tolerance*. DLSU Business and Economics Review, 29(1), 31-39.
- Ricciardi, V. and Simon, H.K., (2000). *What is behavioral finance?*. Business, Education & Technology Journal, 2(2), pp.1-9.
- Rigoni, U. (2011). *La percezione del rischio*. Consob, Quaderni di finanza, (68).
- Rigoni, U. and Gloria, G., (2016). *Finanza comportamentale e gestione del risparmio*. G Giappichelli Editore.
- Rossi, P. (2017). *Il nuovo regime della consulenza finanziaria nella MiFID II: prime riflessioni*. Amministrazione in cammino.
- Rumiati, R., (1990). *Giudizio e decisione*. Il Mulino Editore.
- Sahm, C. R. (2012). *How much does risk tolerance change?*. The quarterly journal of finance, 2(04), 1250020.
- Samuelson, W., and Zeckhauser, R. (1988). *Status quo bias in decision making*. Journal of risk and uncertainty, 1, 7-59.
- Shapira, Z., Venezia, I. (2001). *Patterns of behavior of professionally managed and independent investors*. Journal of Banking & Finance, 25(8), 1573-1587.
- Shefrin, H. and Statman, M., (1985). *The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence*. The Journal of finance, 40(3), pp.777-790.
- Shefrin, H., (2002). *Beyond greed and fear: Understanding behavioral finance and the psychology of investing*. Oxford University Press.
- Simon, H.A., (1955). *A behavioural model of rational choice*. The quarterly journal of economics, pp.99-118.

- Slovic, P., (1972). *Psychological study of human judgment: Implications for investment decision making*. The Journal of Finance, 27(4), pp.779-799.
- Slovic, P., Finucane, M., Peters, E. and MacGregor, D.G., (2002). *Rational actors or rational fools: Implications of the affect heuristic for behavioral economics*. The Journal of Socio-Economics, 31(4), pp.329-342.
- Slovic, P., Finucane, M.L., Peters, E. and MacGregor, D.G., (2007). *The affect heuristic*. European journal of operational research, 177(3), pp.1333-1352.
- Soccorso, P., Ufficio Studi Economici della Consob (2012). *L'informazione nella relazione intermediario-cliente. La tutela dell'investitore tra deficit cognitivi e bias comportamentali*.
- Soto, C. J., Jackson, J. J. (2013). *Five-factor model of personality*. Journal of Research in Personality, 42, 1285-1302.
- Statman, M., (2002). *Financial physicians*. In AIMR Conference Proceeding, Investment Counseling for Private Clients IV (pp. 5-11).
- Statman, M., (2014). *Behavioral finance: Finance with normal people*. Borsa Istanbul Review, 14(2), pp.65-73.
- Sung, J., Hanna, S. D. (1996). *Factors related to risk tolerance*. Financial counseling and planning, 7.
- Thaler, R., and Johnson, E. (1990). *Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effects of Prior Outcomes on Risky Choice*. Management Science 36(6):643-660.
- Thaler, R., (1985). *Mental accounting and consumer choice*. Marketing science, 4(3), pp.199-214.
- Tversky, A. and Kahneman, D., (1974). *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases: Biases in judgments reveal some heuristics of thinking under uncertainty*. Science, 185(4157), pp.1124-1131.
- Van Rooij, M., Lusardi, A., & Alessie, R. (2011). *Financial literacy and stock market participation*. Journal of Financial economics, 101(2), 449-472.
- Von-Neumann, J., and Morgenstern, O., (1947). *Theory of Games and Economic Behaviour*. Princeton University Press, Princeton.
- Weber, E. U., Blais, A. R., Betz, N. E. (2002). *A domain-specific risk-attitude scale: Measuring risk perceptions and risk behaviors*. Journal of behavioral decision making, 15(4), 263-290.
- Weber, M., and Welfens, F., (2006). *The Disposition Effect, Individual Differences, Stability, and Learning: An Experimental Investigation*. Unpublished Manuscript, University of Mannheim.
- Zajonc, R.B., (1980). *Feeling and thinking: Preferences need no inferences*. American psychologist, 35(2), p.151.

Appendice A: Questionario rivolto ai clienti

Start of Block: Introduzione

LOGO

Benvenuto Benvenuto/a e grazie per aver deciso di partecipare a questo studio del Dipartimento di Management dell'Università Ca' Foscari di Venezia che studia il rapporto tra investitori e consulenti finanziari. Le domande contenute nel questionario riguardano le tue opinioni e preferenze e non richiedono dati sensibili. Il questionario ha una durata di circa 15 minuti. Ti chiediamo di rispondere a tutte le domande in modo spontaneo.

In nessun caso sarà possibile risalire all'identità del soggetto che ha compilato il questionario e i dati raccolti saranno analizzati in forma aggregata e completamente anonima per finalità di ricerca scientifica. In particolare, saranno oggetto di tesi di laurea e una pubblicazione scientifica entro 18 mesi dalla raccolta dei dati e non saranno riutilizzati o ceduti a terzi. I responsabili del trattamento per la raccolta di questi dati sono Alice Carraro (879445@stud.unive.it) e Filippo Luisetto (878087@stud.unive.it), a cui possono essere richieste ulteriori informazioni sullo studio. Questa informativa è resa ai sensi del "Regolamento 2016/679 del Parlamento europeo e del Consiglio" del 27 aprile 2016, nonché del D. Lgs 196/03 ("Codice in materia di protezione dei dati personali").

End of Block: Introduzione

Start of Block: Inserimento codice cliente

Q1 Per favore inserisci di seguito il codice che ti ha fornito il tuo consulente

End of Block: Inserimento codice cliente

Start of Block: Financial literacy

Q0 Per favore rispondi alle domande seguenti relative ad alcuni possibili scenari
Questo non è un test e ciò che conta non è il numero di risposte giuste, ma rispondere in modo spontaneo e sulla base delle tue competenze.

Q1 Supponi di avere €100 in un conto bancario e che il tasso di interesse sia pari al 2%. Se non tocchi il denaro per 5 anni, lasciandolo crescere senza mai prelevare nulla, quanto pensi che troverai nel conto?

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

Q2 Supponi che il tasso di interesse sul tuo conto bancario sia pari a 1% e che il tasso di inflazione sia pari al 2%. Dopo un anno, quanto potrai comprare con i soldi nel tuo conto supponendo di non aver mai prelevato nulla durante l'anno?

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

Q3 Supponi che un tuo amico erediti oggi €10'000, mentre un suo fratello ne erediti altrettanti (€10'000) ma tra 3 anni. Chi dei due è più ricco dopo quest'eredità?

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

Q4 Se un individuo acquista delle azioni dell'azienda Alfa...

- È proprietario di una parte dell'azienda (1)
 - Ha prestato dei soldi all'azienda (2)
 - È responsabile per i debiti dell'azienda (3)
 - Non lo so (4)
-

Q5 Se un individuo diversifica i suoi investimenti tra diversi prodotti, il rischio di perdere denaro...

- Aumenta (1)
- Diminuisce (2)
- Resta uguale (3)
- Non lo so (4)

End of Block: Financial literacy

Start of Block: Aspetti comportamentali

Q1 Con quale frequenza controlli il tuo portafoglio di investimenti?

- più volte la settimana (1)
 - una volta la settimana (2)
 - circa una volta al mese (3)
 - circa una volta a trimestre (4)
 - circa una volta l'anno (5)
-



Q2 Indica in una scala da 1 a 5, dove 1 indica "per niente" e 5 indica "moltissimo" quanto ti riconosci nei seguenti comportamenti

	1	2	3	4	5
Tendo ad organizzare la mia ricchezza finanziaria per funzione (es. investimenti per i figli o per la pensione) ()					
In generale mi ritengo un investitore migliore degli altri investitori che conosco ()					
Il timore di fare una scelta peggiore mi frena dal modificare la composizione del mio portafoglio anche quando va male o vorrei farlo ()					
Notizie di mercato che mettono in luce le opportunità di investimento in un nuovo settore mi influenzano nelle scelte di portafoglio ()					
Se ricevo informazioni negative su un investimento che ho appena fatto, cerco immediatamente il maggior numero di informazioni disponibili per verificare se mi sono sbagliato ()					
Quando investo in azioni, le azioni di società italiane mi sembrano sempre migliori investimenti ()					
Notizie di mercato che mettono in luce le difficoltà di un settore in cui ho investito mi incentivano a modificare la diversificazione di portafoglio ()					
Cerco sempre di massimizzare il rendimento ottenibile dai miei investimenti ()					
Ritengo che i miei successi derivino dalle mie abilità e non dalla fortuna ()					



Q3 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 (in %).

Page Break



Q4 Negli ultimi mesi un 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 (in %).

JS

Q5 Immagina il seguente scenario: hai solo due prodotti finanziari nel tuo portafoglio (chiamati A e B) e scopri che A ha perso il 10% del suo valore. Di quanto deve aumentare di valore B, il secondo titolo, (in percentuale) perché tu sia felice come prima di sapere della perdita di valore di A?

Q6 Immagina una scala con gradini numerati da 0 in basso a 10 in alto. La cima della scala rappresenta la migliore vita possibile, mentre la parte inferiore della scala rappresenta la peggiore vita possibile.

0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

Su quale gradino della scala diresti di trovarti personalmente in questo momento? ()



Q7 Quali fonti utilizzi per informarti sul mondo degli investimenti?

È possibile fornire più risposte

- Amici/famiglia (1)
 - Colleghi (2)
 - Consulente finanziario (3)
 - Siti internet istituzionali (banca, Consob, ecc) (4)
 - Riviste/siti internet specializzati (5)
 - Altro (specificare) (6)
-

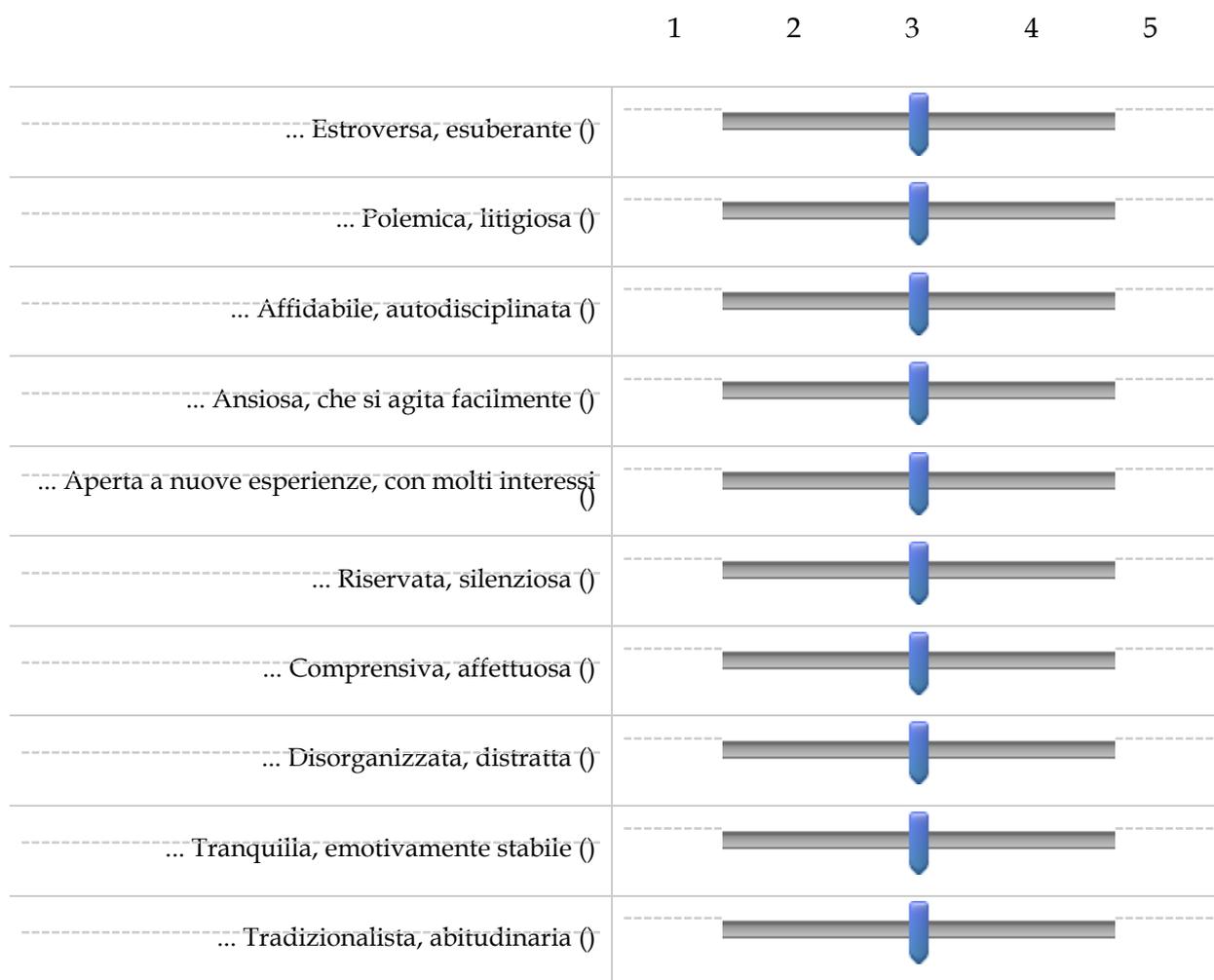
End of Block: Aspetti comportamentali

Start of Block: Big Five

Q1 Leggi le seguenti caratteristiche della personalità e indica quanto ti senti descritto da ogni coppia, anche se pensi che una delle due caratteristiche ti descriva più dell'altra, usando la scala seguente:

- 1 - molto in disaccordo*
- 2 - un po' in disaccordo*
- 3 - né in accordo né in disaccordo*
- 4 - un po' d'accordo*
- 5 - molto d'accordo*

Sono una persona...



End of Block: Big Five

Start of Block: Livello di fiducia

Q1 Immagina di partecipare ad un gioco in cui sei abbinato ad una persona che non conosci. Tu ricevi 10€ e puoi decidere se e come dividerli con questa persona. Questa persona non ti può vedere, né incontrare e non può fare alcuna azione nel gioco, a parte ricevere il denaro che tu deciderai di darle, se lo farai. Indica la cifra (un numero da 1 a 10) che decidi di dare a questa persona.

▼ 1 (1) ... 10 (10)

Page Break

Q2 Quanto ti fidi delle persone appartenenti a ciascuno di questi gruppi?

	Per nulla (1)	Poco (2)	Abbastanza (3)	Completamente (4)
Famiglia (1)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Vicini di casa (2)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Conoscenti (3)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Gente che incontri per la prima volta (4)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Persone di un'altra nazione (5)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Q3 Quanto ti fidi delle seguenti istituzioni?

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

End of Block: Livello di fiducia

Start of Block: Ruoli del consulente



Q1 Di seguito sono indicate alcune delle funzioni svolte dal tuo consulente. Assegna un punteggio da 1 a 5 all'importanza che attribuischi a ciascuna funzione, dove 1 indica "non importante" e 5 indica "molto importante".

Non si applica a me

	1	2	3	4	5
Mi aiuta a conoscere meglio le funzioni e gli strumenti dei mercati finanziari ()					
Mi aiuta a gestire le emozioni legate al processo di investimento ()					
Mi aiuta ad ottenere rendimenti migliori di quelli che otterrei da solo ()					
Mi aiuta a superare le mie diffidenze e perplessità rispetto a certi tipi di investimento ()					
Mi permette di avere accesso ad un numero maggiore di tipologie di investimenti ()					
Mi aiuta a capire l'importanza di investire per tutelare i miei bisogni attuali e futuri ()					
Mi aiuta a comprendere quali sono i comportamenti più adeguati da mettere in pratica nei mercati finanziari ()					

Page Break

Q2 Da quanti anni sei cliente del tuo attuale consulente?

- Meno di un anno (1)
- Più di un anno (specificare in cifre, solo numeri interi) (2)



Q3 Quanti incontri fai con il tuo consulente, in media, in un anno (12 mesi)?

Per favore, indica il numero in cifre.

Q4 In una scala da 1 a 7, dove 1 indica "pochissimo" e 7 indica "moltissimo", quanto pensi sia rilevante il contributo del tuo consulente nelle decisioni di investimento che intraprendi?

1 2 3 4 5 6 7

Contributo apportato dal consulente ()



End of Block: Ruoli del consulente

Start of Block: Tolleranza al rischio

Q1 La tua disponibilità a sostenere rischi finanziari è:

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

Q2 Quando pensi alla parola "rischio", quale altro termine ti viene subito in mente?

- Perdita (1)
 - Incertezza (2)
 - Opportunità (3)
 - Brivido (4)
-

Q3 In generale, come ti descriverebbe un tuo amico in relazione alla tua attitudine al rischio?

- Un vero giocatore d'azzardo (1)
 - Disposto a correre dei rischi dopo aver completato una ricerca adeguata (2)
 - Cauto (3)
 - Una persona che evita ogni rischio (4)
-

Q4 Dati i seguenti possibili scenari di un investimento, quale preferiresti?

- 200€ di guadagno nel migliore dei casi; guadagno/perdita di 0€ nel caso peggiore (1)
- 800€ di guadagno nel migliore dei casi; perdita di 200€ nel caso peggiore (2)
- 2600€ di guadagno nel migliore dei casi; perdita di 800€ nel caso peggiore (3)
- 4800€ di guadagno nel migliore dei casi; perdita di 2400€ nel caso peggiore (4)

End of Block: Tolleranza al rischio

Start of Block: Demografiche base consulenza

Q1 Indica il tuo genere

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

Q2 Qual è il tuo anno di nascita?

Seleziona una delle possibili alternative.

- 1946-1964 (1)
 - 1965-1980 (2)
 - 1981-1996 (3)
 - 1997-2012 (4)
-

Q3 Indica il titolo di studio più alto che hai ottenuto

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

Q4 Indica la tua situazione lavorativa

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

Q5 Qual è il tuo stato civile?

▼ Celibe/Nubile (1) ... Vedovo/a (4)

Page Break _____

Q6 Quante fonti di reddito ha la tua famiglia?

- Solo una (1)
 - Due (2)
 - Più di due (3)
-

Q7 Indica il numero di familiari a tuo carico

- Nessuna persona (1)
 - Fino a 1 persona (2)
 - Da 2 a 3 persone (3)
 - Più di 3 persone (4)
-

Q8 Indica il tuo reddito annuale scegliendo una delle seguenti categorie

▼ Fino a 25,000€ (1) ... Oltre 100,000€ (5)

Q9 Qual è la tua consistenza patrimoniale in termini di prodotti finanziari, immobili e liquidità?

- Inferiore a 50.000€ (1)
 - Tra 50.000€ e 100.000€ (2)
 - Tra 100.000€ e 300.000€ (3)
 - Tra 300.000 e 500.000€ (4)
 - Oltre 500.000€ (5)
-

Q10 Possiedi una casa o un appartamento di tua proprietà?

- Sì (1)
 - No (2)
-

Q11 Come hai compilato questo questionario?

- Da solo/a (1)
- Con l'aiuto del mio consulente (2)
- Con l'aiuto di altro personale della Banca delegato dal mio consulente (3)

End of Block: Demografiche base consulenza
