



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

# Corso di Laurea Magistrale in Amministrazione, Finanza e Controllo

## Tesi di Laurea

—

Ca' Foscari  
Dorsoduro 3246  
30123 Venezia

# Il ruolo della fiducia tra il consulente finanziario e l'investitore: cause, caratteristiche e trasferibilità

### **Relatore**

Prof.ssa Gloria Gardenal

### **Laureanda**

Serena Fornasini

Matricola 833157

### **Anno Accademico**

**2014 / 2015**

# Ringraziamenti

Ringrazio la Prof.ssa Gloria Gardenal per avermi supportato nella stesura di questa tesi e per essersi sempre dimostrata professionale e disponibile nei miei confronti.

Dedico il traguardo del mio percorso universitario alla mia famiglia che mi ha trasmesso la serenità per affrontarlo.

# Indice

<b>INTRODUZIONE</b>	<b>1</b>
<b>CAPITOLO 1 - La finanza comportamentale</b>	<b>4</b>
<b>1.1 Dalla finanza classica alla finanza comportamentale</b>	<b>4</b>
<b>1.2 Lo sviluppo della finanza comportamentale</b>	<b>6</b>
<b>1.3 La teoria della finanza classica</b>	<b>8</b>
1.3.1 Ipotesi e assunti alla base della teoria dell'utilità attesa	8
1.3.2 La funzione dell'utilità attesa	10
1.3.3 Critiche e paradossi della teoria dell'utilità attesa	12
<b>1.4 La teoria del prospetto</b>	<b>16</b>
1.4.1 I limiti cognitivi degli individui: le euristiche	16
1.4.2 I bias cognitivi e la fiducia in se stessi	17
1.4.3 La fase di editing del processo decisionale	19
1.4.4 La fase di valutazione del processo decisionale	21
1.4.5 L'effetto framing	25
<b>1.5 La teoria del mental accounting</b>	<b>27</b>
1.5.1 Aspetti caratteristici della teoria	27
1.5.2 L'effetto framing nella teoria della contabilità mentale	29
1.5.3 La contabilità mentale in ambito finanziario	30
<b>CAPITOLO 2 - La consulenza finanziaria</b>	<b>34</b>
<b>2.1 Il legame tra la finanza comportamentale e la consulenza finanziaria</b>	<b>34</b>
<b>2.2 Lo sviluppo della consulenza finanziaria</b>	<b>35</b>
<b>2.3 I fattori che hanno determinato lo sviluppo della consulenza finanziaria</b>	<b>36</b>
<b>2.4 Lo sviluppo della normativa in ambito finanziario</b>	<b>41</b>
<b>2.5 I diversi tipi di consulenza finanziaria</b>	<b>44</b>
2.5.1 La consulenza corporate	44
2.5.2 La consulenza agli investitori privati	47
<b>2.6 Il ruolo e le competenze del consulente d'investimento</b>	<b>50</b>
<b>2.7 Gli aspetti che il consulente deve considerare secondo la finanza comportamentale</b>	<b>55</b>
2.7.1 Lo status dell'investitore	55
2.7.2 Gli errori di ragionamento e di preferenza degli investitori	57
<b>CAPITOLO 3 - La Fiducia nella consulenza finanziaria</b>	<b>61</b>
<b>3.1 Introduzione: fiducia e rapporto con il proprio consulente</b>	<b>61</b>
3.1.1 Gli studi sulla fiducia	62
3.1.2 Uno sguardo al presente	69
<b>3.2 Il ruolo della fiducia nel rapporto tra consulente finanziario e investitore</b>	<b>76</b>

3.2.1 Le caratteristiche della fiducia nel rapporto consulente-investitore	76
3.2.2 Le cause della fiducia nel rapporto consulente-investitore	79
3.2.3 La trasferibilità della fiducia nel rapporto consulente-investitore	85

<b>CAPITOLO 4 - Il ruolo della fiducia tra il consulente finanziario e l'investitore: un'analisi empirica sui consulenti</b>	<b>91</b>
<b>4.1 Introduzione</b>	<b>91</b>
<b>4.2 Descrizione del questionario</b>	<b>92</b>
<b>4.3 Prima sezione: L'attitudine del consulente alla fiducia</b>	<b>95</b>
4.3.1 Domanda 1	95
4.3.2 Domanda 2 e Domanda 3	102
<b>4.4 Seconda sezione: La fiducia inter-organizzativa</b>	<b>106</b>
4.4.1 Domanda 4	106
<b>4.5 Terza sezione: La trasferibilità della fiducia</b>	<b>111</b>
4.5.1 Domanda 5	111
4.5.2 Domanda 6	113
<b>4.6 Quarta sezione: Le pratiche relazionali</b>	<b>117</b>
4.6.1 Domanda 7	117
4.6.2 Domanda 8	118
<b>4.7 Quinta sezione: La percezione del ruolo dell'organizzazione</b>	<b>121</b>
4.7.1 Domanda 9	121
4.7.2 Domanda 10	124
4.7.3 Domanda 11	127
4.7.4 Domanda 12	131
4.7.5 Domanda 13	133
<b>4.8 Sesta sezione: L'overconfidence</b>	<b>135</b>
4.8.1 Domanda 14	136
4.8.2 Domanda 15	137
<b>4.9 Settima sezione: Il profilo del consulente</b>	<b>139</b>
4.9.1 Domanda 16 e Domanda 17	140
4.9.2 Domanda 18	143
4.9.3 Domanda 19	144
4.9.4 Domanda 20	146
4.9.5 Domanda 21	147
4.9.6 Domanda 22 e Domanda 23	148
4.9.7 Domanda 24	149
4.9.8 Domanda 25	151
<b>4.10 Analisi degli aspetti della fiducia per tipologia di consulente</b>	<b>152</b>
<b>4.11 Conclusioni del questionario</b>	<b>158</b>
<b>CONCLUSIONE</b>	<b>161</b>
<b>APPENDICE</b>	<b>165</b>
Il questionario per il consulente	165
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>173</b>

## Indice delle Tabelle e delle Figure

Figura 1.1 Funzione dell'utilità attesa	11
Tabella 1.2: L'operazione della cancellazione nella fase di editing	20
Figura 1.3 Funzione di ponderazione della teoria del prospetto	22
Figura 1.4 La funzione del valore della teoria del prospetto	24
Tabella 2.1: Guida ai consulenti per limitare l'impatto degli errori di ragionamento e di preferenza degli investitori	58
Figura 3.1: The Trust Game	64
Tabella 3.2: Sondaggio GSS sulla fiducia	68
Tabella 3.3: Indicatori percentuali di fiducia nelle regioni italiane	70
Figura 3.4: Fiducia e Istruzione	72
Figura 3.5: Fiducia nella Famiglia, anno 2012 e anno 2013	73
Figura 3.6: Partecipazione alle attività sociali, anno 2012 e anno 2013	75
Figura 3.7: Motivazioni alla base delle decisioni di investimento delle famiglie italiane	90
Figura 4.1: Risultati della domanda 1	96
Figura 4.2: Risultati della domanda 2 e della domanda 3	103
Figura 4.3: Risultati della domanda 4	107
Figura 4.4: Risultati della domanda 6	114
Figura 4.5: Risultati della domanda 8	119
Figura 4.6: Risultati della domanda 9	122
Figura 4.7: Risultati della domanda 10	124
Figura 4.8: Risultati della domanda 11	127
Figura 4.9: Risultati della domanda 12	132
Figura 4.10: Risultati della domanda 13	134
Figura 4.11: Risultati della domanda 14 e della domanda 15	138
Figura 4.12: Risultati della domanda 16 e della domanda 17	141
Figura 4.13: Risultati della domanda 18	143
Figura 4.14: Risultati della domanda 19	145
Figura 4.15: Risultati della domanda 21	147
Figura 4.16: Risultati della domanda 22 e della domanda 23	148
Figura 4.17: Risultati della domanda 24	150
Figura 4.18: Risultati della domanda 25	151
Tabella 4.19: Risultati della domanda 1 per tipologia di consulente	153
Tabella 4.20: Risultati delle domande 2 e 3 per tipologia di consulente	154
Tabella 4.21: Risultati della domanda 4 per tipologia di consulente	155
Tabella 4.22: Risultati della domanda 5 per tipologia di consulente	156
Tabella 4.23: Risultati della domanda 9 per tipologia di consulente	157
Tabella 4.24: Risultati della domanda 10 per tipologia di consulente	158

---

# INTRODUZIONE

Secondo studi recenti, la crisi finanziaria del 2008 ha determinato uno sconvolgimento dei rapporti di fiducia nel contesto economico e sociale (Guiso, 2010). Tali conseguenze si sono riscontrate anche in ambito finanziario nel rapporto tra consulente e investitore.

La fiducia è considerata un elemento di rilievo in più ambiti, tra cui quello economico, quello sociale e quello organizzativo, in quanto favorisce la crescita di un Paese, rafforza i legami degli individui appartenenti a una società, permette il raggiungimento dell'ordine sociale, ammette il funzionamento di un mercato efficiente (John Locke, 2004), e aiuta a migliorare i processi di scambio e di negoziazione (Zaheer, 1998).

Vista la rilevanza di questo tema e la scarsa presenza di relativi studi in ambito finanziario, il presente elaborato si pone l'obiettivo di indagare il ruolo della fiducia nel rapporto consulente-investitore. La fiducia è una componente essenziale di questo rapporto, in quanto facilita lo svolgimento dell'attività della consulenza finanziaria da parte del consulente e permette all'investitore di ottenere un valore aggiunto dai suoi investimenti.

Gli studi inerenti a questo tema sono ancora pochi a causa della difficoltà nel reperimento dei dati. Per approfondire l'analisi delle caratteristiche del processo di fiducia tra consulente e investitore, è stata adottata una modalità di indagine diretta, ovvero è stato somministrato un questionario ai consulenti finanziari, che ha permesso di raccogliere informazioni utili ai fini della ricerca.

Il presente elaborato si occupa, inoltre, sia degli aspetti caratteristici della consulenza finanziaria, per comprendere le cause, le caratteristiche e la trasferibilità della fiducia nel rapporto consulente-investitore; sia dei temi della finanza comportamentale, per capire gli errori commessi dagli investitori nella gestione dei risparmi, i quali, però, affidandosi a un consulente possono migliorare i loro rendimenti.

Il *primo capitolo* tratta il tema della *behavioral finance*, una disciplina che ha avuto origine negli anni settanta e che negli ultimi cinquant'anni ha acquisito sempre più importanza, con l'intento di capire le dinamiche emotive alla base delle scelte dell'investitore. La finanza comportamentale è una branca della finanza che attraverso

la psicologia cognitiva, cerca di allontanarsi progressivamente dalle ipotesi tradizionali della teoria classica dell'utilità attesa, per riuscire a interpretare i comportamenti irrazionali degli investitori.

L'investitore, avendo a disposizione molte informazioni quando deve compiere una scelta su una situazione incerta, ricorre alle euristiche, cioè a delle regole che vengono usate per risolvere in modo semplice dei problemi complessi (Rumiati, 1990).

Per questo motivo l'uomo è soggetto a una serie di anomalie comportamentali, chiamate anche "bias" che non trovano risposta nei modelli razionali della finanza classica.

Alcuni esempi sono: l'*overconfidence* e l'*underconfidence*, che portano l'investitore ad avere troppa o troppo poca fiducia nell'attendibilità di una previsione; l'eccessivo ottimismo, che induce a sovrastimare le proprie capacità; e l'illusione del controllo, che porta l'individuo a riconoscere elementi di abilità controllabili, in situazioni che generalmente sono considerate casuali (Rumiati, 1991).

Tra gli studiosi che si sono occupati di finanza comportamentale, i precursori sono stati Amos Tversky e Daniel Kahneman, nel 1979, che basandosi su un'analisi critica della teoria normativa dell'utilità attesa e dei suoi assiomi, hanno formulato una nuova teoria descrittiva: la "Prospect Theory", che descrive come avviene il processo di scelta negli individui e dimostra, attraverso evidenze empiriche, che i soggetti non si comportano razionalmente. Ad esempio, un fenomeno ricorrente, seppur non razionale, negli investitori è l'avversione alla perdita, secondo cui gli individui sono propensi al rischio nel dominio delle perdite e avversi in quello dei guadagni.

Il *secondo capitolo* approfondisce le peculiarità della consulenza finanziaria, riprendendo anche alcuni aspetti della finanza comportamentale, per spiegare come il consulente deve comportarsi di fronte ai *bias* cognitivi dei suoi clienti/investitori.

Ad esempio, se il cliente è propenso a compiere errori di ragionamento, il consulente deve indurlo, attraverso prove oggettive, a correggere i suoi errori e a guidarlo verso il portafoglio d'investimento ottimale; mentre se il cliente è propenso a compiere errori di preferenza, difficilmente eliminabili, il consulente deve adattare il portafoglio di investimento all'investitore.

Il consulente finanziario assume, dunque, nei confronti dei suoi clienti/investitori, il ruolo di guida, che deve riuscire a capire la psicologia e le esigenze di quest'ultimi, per limitare l'impatto delle loro scelte irrazionali e per comprendere se essi sono ancorati a un certo status, che non permette al consulente di influenzare le loro esigenze.

Tra le caratteristiche appartenenti alla consulenza finanziaria, verranno trattati gli elementi che hanno determinato il suo sviluppo, quali: i bisogni dei risparmiatori, la globalizzazione, l'informazione finanziaria, l'innovazione tecnologica e la normativa, che ha favorito la creazione di nuove figure di consulenza, come quella del consulente finanziario indipendente. Verranno, inoltre descritte le varie tipologie di consulenza, così come il ruolo, gli obiettivi e le competenze del consulente finanziario.

I temi trattati in questo capitolo fungono da supporto per introdurre il tema centrale dell'elaborato: la fiducia come presupposto fondamentale del rapporto che si instaura tra consulente e investitore, introdotto nel terzo capitolo, su cui si baserà l'analisi empirica del questionario.

Il *terzo capitolo* fornisce inizialmente un quadro generale sul tema della fiducia, approfondendo gli elementi caratterizzanti le relazioni di fiducia tra gli individui, il ruolo della fiducia reciproca e i diversi tipi di fiducia che possono manifestarsi nelle persone, come quella generalizzata e quella particolaristica, verso dei gruppi specifici di individui (famiglia, amici, sconosciuti, etc). Tali aspetti rappresentano uno spunto importante per la successiva descrizione delle dinamiche del rapporto di fiducia tra consulente e investitore.

Lo studio di questi elementi è orientato a dimostrare l'importanza della fiducia nel rapporto tra consulente e investitore, il quale ottiene un maggior valore dai suoi investimenti se decide di riporre fiducia nella figura del consulente, piuttosto che gestire i propri risparmi in modo autonomo. Lo studio di Shapira e Venezia (2001) dimostra, infatti, che i portafogli degli investitori, che si affidano ai consulenti finanziari, offrono in media maggiori ritorni, sia in termini di rendimento atteso, che in termini di sicurezza, presentando un basso rischio, minori probabilità di perdite, e una maggiore diversificazione.

Questi argomenti saranno ulteriormente approfonditi nel *quarto capitolo*, dove verrà descritta la costruzione del questionario somministrato ai consulenti finanziari, per indagare il ruolo della fiducia nel rapporto consulente-investitore.

Il fine dell'analisi empirica del presente elaborato è quello di spiegare, innanzitutto, come è avvenuta la costruzione del questionario, ovvero motivare ogni domanda attraverso i temi teorici affrontati nei primi tre capitoli, e in seconda analisi presentare i dati raccolti dalla sua somministrazione a un piccolo campione di consulenti (dati che non sono generalizzabili per la scarsa numerosità del campione).



---

# CAPITOLO 1 - LA FINANZA COMPORTAMENTALE

## 1.1 DALLA FINANZA CLASSICA ALLA FINANZA COMPORTAMENTALE

Sin dall'epoca classica, alla fine del IV secolo a.C., l'economia e la psicologia hanno avuto un legame stretto, che si è poi attenuato con il neoclassicismo e l'introduzione della figura *dell'homo oeconomicus*, ovvero di un individuo che si comporta in modo perfettamente razionale nel prendere le decisioni. In quest'epoca la psicologia ha assunto i connotati della razionalità per poi essere accantonata nel XX secolo, con lo sviluppo negli anni Sessanta della psicologia cognitiva, cioè quella materia che studia come avvengono i processi mentali di elaborazione delle informazioni nell'uomo.

Gli psicologi appartenenti a questa disciplina, come Amos Tversky, Daniel Kahneman e Ward Edwards, hanno confrontato i loro modelli cognitivi, che studiano il processo decisionale dell'individuo, con i modelli economici tradizionali, i quali dimostrano che gli individui sono in possesso di tutte le informazioni possibili per effettuare le scelte in modo completamente razionale. Tali psicologi, hanno sviluppato queste tematiche dimostrando che gli individui non si comportano sempre razionalmente nel prendere le decisioni, come suppone la teoria classica, ma spesso sono influenzati da fattori quali l'emotività, l'esperienza e l'intuizione<sup>1</sup>.

Quanto appena descritto vale anche per gli investitori che si trovano a dover compiere delle scelte in ambito finanziario. Secondo i modelli tradizionali di finanza classica, in una situazione di mercato perfetto, che implica l'assenza di costi di transazione, la presenza di individui perfettamente razionali ed informati e l'assenza di imperfezioni, i prezzi degli strumenti finanziari corrispondono esattamente al loro valore di mercato. Quello che si osserva nella realtà però è ben diverso, in quanto i prezzi spesso si discostano dal loro valore effettivo di mercato, ed una delle cause può essere proprio il comportamento irrazionale degli individui.

Tali anomalie comportamentali hanno, dunque, messo in discussione i modelli classici tradizionali e l'idea dell'investitore perfettamente razionale che persegue l'obiettivo di massimizzazione della propria utilità. Gli studiosi, quindi, si sono orientati verso una

---

<sup>1</sup>Matthew Rabin (1998) Psychology and Economics, Journal of Economic Literature, 36, 11-46.

nuova disciplina, che non nasce per screditare i principi classici ma per presentare delle alternative a quest'ultimi, descrivendo come l'uomo affronta il processo decisionale e quali sono i fattori che influenzano le sue scelte.

Parallelamente alla finanza classica, nella metà degli anni Settanta negli Stati Uniti, si è affermata una nuova materia: la Finanza Comportamentale o Behavioural Finance. Una disciplina di origini recenti che negli ultimi anni ha acquisito sempre più importanza con l'intento di capire le dinamiche emotive alla base delle scelte dell'investitore.

La finanza comportamentale studia come gli operatori si comportano nei mercati finanziari ricorrendo ad analisi e descrizioni dei fattori psicologici individuali insiti nei vari processi decisionali<sup>2</sup>. E' una branca della finanza che ricorre agli aspetti della psicologia cognitiva, che cerca di allontanarsi progressivamente dalle ipotesi tradizionali della teoria classica dell'utilità attesa, per poter spiegare i comportamenti irrazionali degli investitori.

Questi ultimi sono influenzati da molti fattori, quali le esperienze, gli stereotipi, il modo in cui viene formulato un problema e la disponibilità delle informazioni, che portano l'investitore a commettere degli errori cognitivi, ricorrendo alle euristiche, cioè delle regole e condotte operative che vengono usate per risolvere in modo semplice problemi complessi (Rumiati, 1990). Tali euristiche guidano l'investitore verso una risposta "buona" che non necessariamente è quella ottimale. Sono dei filtri cognitivi che semplificano la selezione delle innumerevoli informazioni che l'uomo non è in grado di elaborare perfettamente, conducendolo a compiere scelte distorte che spesso non rispondono all'interesse di chi le compie<sup>3</sup>.

Si creano, così, una serie di anomalie comportamentali, chiamate anche "bias", un termine anglosassone che in italiano si traduce con la parola "pregiudizio", e che non trovano risposta nei modelli tradizionali di finanza classica. Degli esempi di bias possono essere l'overconfidence e l'underconfidence, ovvero una eccessiva o scarsa fiducia nell'attendibilità della previsione; l'eccessivo ottimismo, quindi una sovrastima delle proprie capacità; e infine l'illusione del controllo, che porta l'individuo a riconoscere elementi di abilità controllabili, in situazioni che generalmente sono considerate casuali (Rumiati, 1991).

Il lavoro più importante che ha segnato l'avvio di questa nuova disciplina è stato quello di Amos Tversky e Daniel Kahneman, due professori di psicologia che nel 1979 hanno

---

<sup>2</sup>Tversky A., Kahneman D.E. (1979) Prospect Theory: an analysis of decision under risk. *Econometrica*, 263-291

<sup>3</sup>Rigoni Ugo (2006). "Finanza comportamentale e gestione del risparmio". Giappichelli, Torino, pp 2.

pubblicato l'articolo "*Prospect Theory: an analysis of decision under risk*", nella rivista *Econometrica*. Questo lavoro è riuscito, grazie al suo approccio innovativo e ai suoi innumerevoli esperimenti, a mettere in discussione il modello tradizionale neoclassico fondato sui concetti di razionalità e massimizzazione, basandosi su un'analisi critica della teoria normativa dell'utilità attesa e dei suoi assiomi, per poter formulare una nuova teoria descrittiva: la "Prospect Theory".

Quest'ultima si pone l'obiettivo di descrivere i comportamenti degli individui che si trovano ad intraprendere scelte rischiose, utilizzando un approccio innovativo che si basa su evidenze empiriche. Tali studiosi hanno utilizzato esperimenti di psicologia cognitiva per dimostrare che gli individui non si comportano razionalmente. Ad esempio, un fenomeno ricorrente, seppur non razionale, negli investitori è l'avversione alla perdita, secondo cui gli individui sono propensi al rischio nel dominio delle perdite e avversi in quello dei guadagni.

Oltre a questo aspetto quantitativo, spiegato attraverso la funzione asimmetrica del valore, la teoria del prospetto ha anche una parte descrittiva, che definisce come avviene il processo di scelta. I due autori, per spiegare il comportamento umano, si sono soffermati sull'effetto framing, ovvero quella condizione per cui un individuo preferisce un'alternativa piuttosto che un'altra in base a come gli viene presentato il problema<sup>4</sup>. Questi studi sono stati di notevole importanza per lo sviluppo della finanza comportamentale, tanto che nel 2002 Daniel Kahneman ha ricevuto il premio Nobel per aver riportato nell'economia i risultati della ricerca psicologica.

## 1.2 LO SVILUPPO DELLA FINANZA COMPORTAMENTALE

Daniel Kahneman e Amos Tversky sono stati i precursori della finanza comportamentale e sono gli psicologi che hanno dato il via a questa disciplina, ma ci sono stati anche altri autori che hanno studiato questi argomenti e hanno dato un contributo alla materia.

Tra i primi studiosi è importante ricordare Herbert Simon, economista e psicologo statunitense, che ancora prima di Tversky e Kahneman, nel 1955, ha studiato il modello comportamentale di scelta razionale. La teoria del processo decisionale è diventata così un punto d'incontro per gli studi di psicologia e le teorie economiche. Simon, nel suo

---

<sup>4</sup>Tversky A., Kahneman D.E. (1979) Prospect theory: an analysis of decision under risk. *Econometrica*, 263-291

modello, ha stabilito che l'individuo, non avendo le capacità e l'intuizione per intraprendere un percorso ottimale, adotta un meccanismo di scelta che lo guiderà verso una soluzione soddisfacente<sup>5</sup>.

Successivamente ai due precursori della finanza comportamentale, nel 1982, lo psicologo Paul Slovic ha studiato i comportamenti irrazionali degli individui che si manifestano in condizioni di rischio ed incertezza, ponendo le basi per molti lavori successivi. In particolare, ha esaminato gli errori cognitivi commessi dagli individui nel determinare la quantità di rischio nelle decisioni possibili, ha riassunto i vari fattori sociali e culturali che portano a valutazioni incoerenti del rischio e infine ha stabilito che le persone tendono ad essere intolleranti ai rischi che ritengono incontrollabili<sup>6</sup>.

Fischer Black è stato un altro grande protagonista della rivoluzione comportamentale. Nella sua teoria dei prezzi ha spiegato come il concetto di "rumore", che assume i connotati di idee o dati inesatti, sia la conseguenza delle inefficienze di mercato e delle operazioni speculative.<sup>7</sup>

Nel 1985 Werner De Bondt e Richard Thaler si sono soffermati sull'euristica della rappresentatività, la quale stabilisce che gli individui per elaborare le informazioni e formulare giudizi di probabilità si basano su stereotipi e situazioni familiari. Tale euristica influenza il processo di formazione dei prezzi di mercato perché gli investitori reagiscono in modo eccessivo alle informazioni relative ai titoli<sup>8</sup>.

Nel 1996 Jeremy Stein ha screditato la teoria classica di efficienza dei mercati a causa dell'irrazionalità degli agenti. Nei suoi scritti ha affrontato il problema delle scelte di *capital budgeting* in un mercato inefficiente, stabilendo che per effettuare scelte migliori bisognerebbe usare dei modelli alternativi a quello del CAPM<sup>9</sup>.

Robert Shiller, economista statunitense, si è occupato della volatilità dei prezzi nei mercati finanziari, studiando la psicologia di massa per comprendere gli andamenti di mercato e approfondendo il fenomeno delle bolle speculative. Nel 2003 ha pubblicato uno dei suoi più noti articoli: "*Is there a bubble in the housing market?*", in cui ha messo in allerta gli investitori sull'eccessivo valore delle abitazioni sul mercato immobiliare statunitense ancora prima della crisi. A seguito del crollo del mercato

---

<sup>5</sup>Herbert A. Simon (1957). "Rational Choice and the Structure of the Environment". *Psychological Review*, 63, 261-273

<sup>6</sup>Paul Slovic (1987). "Perception of Risk", *Science New Series*, 236, 280-285.

<sup>7</sup>Fischer Black (1985). "Noise, Efficient Market Hypothesis", *Journal of Finance*, 41, 1529-543.

<sup>8</sup>Werner F.M. De Bondt, Richard Thaler (1985). "Does the stock market overreact?", *Journal of Finance*, 40, 793-805.

<sup>9</sup>Stein, Jeremy C. (1996), *Rational capital budgeting in an irrational world*, *Journal of Business* 69(4), 429-455

azionario, avvenuto nel 1987, la finanza comportamentale ha ottenuto una maggior credibilità, poiché è stata una dimostrazione ulteriore dell'irrazionalità degli agenti che operano sui mercati<sup>10</sup>.

Tali studiosi sono quelli che hanno dato un contributo più incisivo alla nuova disciplina e, ripercorrendo lo sviluppo degli studi in ambito comportamentale, si può notare che la maggior parte degli autori in questione sono degli psicologi. Questo sottolinea l'importanza della psicologia in ambito finanziario, in quanto solo con l'aiuto di tale disciplina è possibile interpretare il comportamento irrazionale degli agenti che operano nel mercato. Inoltre, negli ultimi anni, sono stati pubblicati anche dei libri sull'argomento<sup>11</sup>, oltre agli articoli scientifici per le varie riviste economiche, e sono nate riviste specifiche sul tema della finanza comportamentale. Si tratta dunque di una disciplina che negli ultimi cinquant'anni si è sviluppata molto e continuerà a svilupparsi, essendo oggetto di studio nei più importanti atenei del mondo.

## 1.3 LA TEORIA DELLA FINANZA CLASSICA

### 1.3.1 IPOTESI E ASSUNTI ALLA BASE DELLA TEORIA DELL'UTILITÀ ATTESA

La finanza classica si basa sulla teoria dell'utilità attesa ed è il punto di partenza per comprendere le nuove teorie descrittive appartenenti alla finanza comportamentale.

La teoria dell'utilità attesa rappresenta il modello principale di scelta in condizioni di rischio ed incertezza appartenente alla teoria tradizionale classica. Questo modello è stato sviluppato dagli studiosi Von Neumann e Morgenstern nel 1947 ed è stato accettato come modello economico del comportamento umano fino agli anni Settanta con la nascita della teoria del prospetto, che ha determinato il passaggio dall'idea classica dell'uomo razionale e prevedibile all'individuo "più vicino alla realtà" e non razionale nelle decisioni<sup>12</sup>.

La teoria dell'utilità attesa è un approccio normativo, il quale stabilisce che ogni individuo agisce secondo regole predefinite massimizzando la sua funzione di utilità e

---

<sup>10</sup> Wikipedia, Robert J. Shiller, [http://en.wikipedia.org/wiki/Robert\\_J\\_Shiller](http://en.wikipedia.org/wiki/Robert_J_Shiller)

<sup>11</sup> Ferretti, R., Rubaltelli, E., & Rumaiti, R. (2011). *La Mente Finanziaria*. Il Mulino Editore (Bologna),  
Rigoni, U. (2006). *Finanza Comportamentale e Gestione del Risparmio*. Giapichelli Editore (Torino),  
Shfrin, H. (2007). *Finanza Aziendale Comportamentale*. Apogeo (Piacenza),  
Shiller, R. J. (2000). *Euforia Irrazionale*. Il Mulino Editore (Bologna).

<sup>12</sup> Von Neumann J., Morgenstern O. (1974). *Theory of games and economic behavior*, 498-504.

comportandosi sempre nello stesso modo. L'approccio descrittivo, invece, spiega come certi comportamenti prevalgono rispetto ad altri negli individui che devono prendere delle decisioni in contesti incerti.

La teoria alla base della finanza classica presuppone che l'utilità attesa di ogni individuo sia una media ponderata di tutte le utilità derivanti dagli esiti delle alternative di scelta possibili, ponderate secondo la loro probabilità di realizzo. L'utilità, che risulta quindi essere un valore atteso, prende il nome di utilità attesa<sup>13</sup>.

La teoria dell'utilità attesa utilizza dei modelli matematici per spiegare che l'individuo è sempre a conoscenza di tutte le alternative possibili ed è sempre in grado di scegliere quella che gli dà una maggior utilità in relazione alle risorse che possiede.

Le persone che devono effettuare una scelta, misurano l'utilità di tutti gli esiti possibili attraverso la somma dell'utilità di ciascun esito ponderato per il suo grado di probabilità.

#### ESEMPIO

Se un individuo deve effettuare un investimento e si trova a dover scegliere tra più alternative cercherà di trovare quella a cui è associata una maggior utilità:

A. Il progetto di investimento consente di ottenere 200 *euro* con una probabilità  $p$  del 50% e di ottenere 300 *euro* con una probabilità  $(1 - p)$  del 50%. Il valore atteso di questo investimento è  $200 * 0,5 + 300 * 0,5 = 250 \text{ euro}$

B. Il progetto di investimento consente di ottenere 250 *euro* con una probabilità  $p$  del 40% e di ottenere 300 *euro* con una probabilità  $(1 - p)$  del 60%. Il valore atteso di questo investimento è:  $250 * 0,4 + 300 * 0,6 = 280 \text{ euro}$

C. Il progetto di investimento consente di ottenere 200 *euro* con una probabilità  $p$  del 70% e di ottenere 500 *euro* con una probabilità  $(1 - p)$  del 30%. Il valore atteso di questo investimento è:  $200 * 0,7 + 500 * 0,3 = 290 \text{ euro}$

L'investitore dopo aver calcolato il valore atteso di tutte le possibili scelte di investimento A, B e C, sceglierà quella che gli permette di ottenere una maggiore utilità.

In tal caso un soggetto razionale che ha l'obbiettivo di massimizzare il suo benessere

---

<sup>13</sup> Wikipedia, teoria dell'utilità attesa, [http://it.wikipedia.org/wiki/Teoria\\_dell%27utilit%C3%A0\\_attesa](http://it.wikipedia.org/wiki/Teoria_dell%27utilit%C3%A0_attesa)

sceglie l'investimento C che consente di ottenere un maggior valore atteso rispetto ad A e B<sup>14</sup>.

La teoria dell'utilità attesa, inoltre, si poggia sull'ipotesi fondamentale della razionalità del comportamento umano e su cinque assiomi fondamentali (successivamente messi in discussione dalle teorie descrittive): la comparabilità, la transitività, l'indipendenza, la misurabilità e l'ordinabilità.

**L'assioma della comparabilità** sostiene che un individuo riesce sempre a stabilire un ordine di preferenza tra i possibili risultati di un evento incerto con più esiti.

**L'assioma della transitività** afferma che se un individuo preferisce l'alternativa A all'alternativa B, e preferisce l'alternativa B alla C, allora questo individuo preferisce l'alternativa A all'alternativa C.

**L'assioma dell'indipendenza** sostiene che se un'alternativa è preferita ad un'altra, la presenza di una terza alternativa non ne influenza la preferenza, mentre l'indipendenza in senso forte dice che nel confrontare due giochi con un risultato comune, si concentra l'attenzione solo sui risultati che non sono comuni.

**L'assioma della misurabilità** stabilisce che per ogni gioco esiste un unico risultato equivalente certo che è compreso tra i risultati estremi del gioco.

**L'assioma dell'ordinabilità**, infine, sostiene che c'è equivalenza tra due giochi con gli stessi risultati solo se questi hanno la stessa probabilità di verificarsi<sup>15</sup>.

Oltre a questi cinque assiomi e all'ipotesi della razionalità, c'è un altro presupposto alla base della teoria di Von Neumann e Morgenstern, ovvero quello della non sazietà degli individui, secondo il quale l'utilità marginale della ricchezza degli agenti è sempre positiva.

### 1.3.2 LA FUNZIONE DELL'UTILITÀ ATTESA

Le ipotesi e gli assiomi descritti nel paragrafo precedente permettono di introdurre la funzione dell'utilità attesa, cioè una funzione matematica che rappresenta l'ordine di

---

<sup>14</sup> Keith Cuthbertson e Dirk Nitzsche (2005). "Economia finanziaria quantitativa", Il Mulino, Bologna, pp 21-26.

<sup>15</sup> Rigoni Ugo (2006). "Finanza comportamentale e gestione del risparmio". Giappichelli, Torino, pp 24-26.

preferenza delle scelte degli individui secondo il loro livello di utilità, quindi se una determinata scelta è preferita a un'altra, la funzione di utilità della scelta preferita è maggiore dell'altra.

Come illustrato nell'esempio del paragrafo precedente, se un individuo razionale si trova di fronte ad una scelta con  $n$  alternative rischiose ognuna con una determinata probabilità di verificarsi  $p_j$ , e ad ogni alternativa corrisponde un livello di utilità  $U(w_j)$ , dove  $w_j$  è l'esito  $j$ -esimo della scelta, allora l'individuo sceglie razionalmente l'alternativa che gli consente di ottenere il massimo livello di utilità atteso, cioè:

$$E[U(w_j)] = \sum_{j=1}^n p_j U(w_j)$$

La funzione dell'utilità attesa, assume degli andamenti diversi in base all'avversità rispetto al rischio dell'individuo. Se quest'ultimo è neutrale al rischio la funzione è lineare, se è propenso al rischio è convessa, mentre se è avverso al rischio è una funzione concava<sup>16</sup>, come si vede nella figura 1.1.

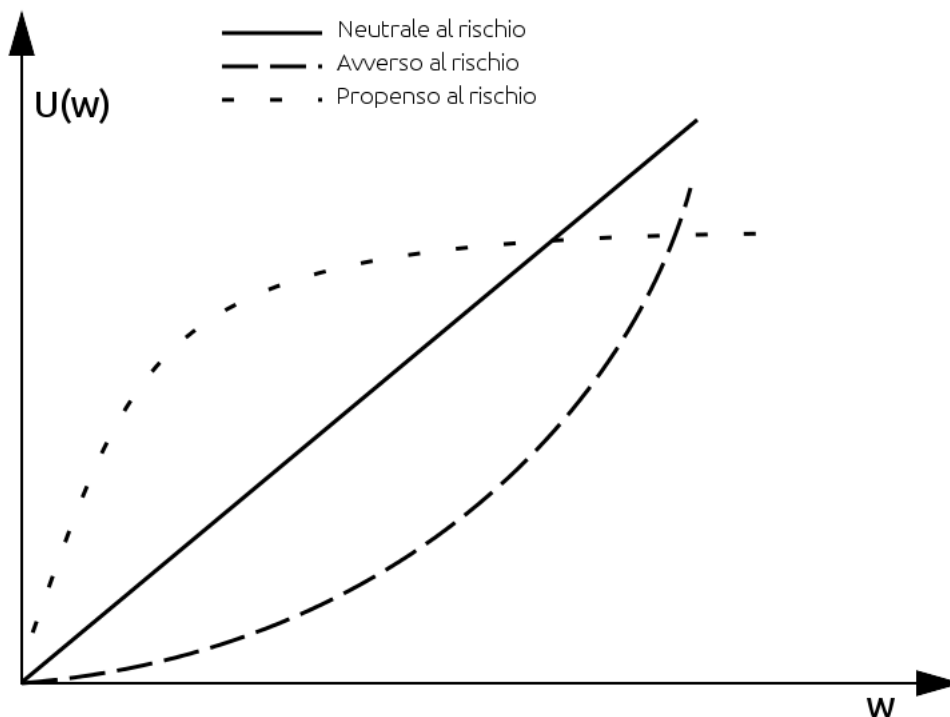


FIGURA 1.1 FUNZIONE DELL'UTILITÀ ATTESA

<sup>16</sup> Keith Cuthbertson e Dirk Nitzsche (2005). "Economia finanziaria quantitativa", Il Mulino, Bologna, pp 21-26.



### 1.3.3 CRITICHE E PARADOSSI DELLA TEORIA DELL'UTILITÀ ATTESA

La teoria dell'utilità attesa è stata la teoria predominante fino alla fine degli anni Settanta, fino a quando è diventata oggetto di discussione di alcuni studiosi, che si sono occupati di verificare sperimentalmente le ipotesi alla base delle teorie classiche. Tali verifiche sono nate dall'osservazione e dalla necessità di capire il comportamento umano.

La teoria classica pensava all'uomo come un soggetto razionale, capace di scegliere sempre in modo ottimale, massimizzando il proprio benessere. Tuttavia, osservando l'agire degli individui, gli studiosi hanno capito che gli assunti alla base della teoria classica non rispettavano quanto avveniva nella realtà.

Gli esperimenti condotti da questi studiosi, tra cui i più famosi sono Allais ed Ellsberg, hanno portato alla formulazione di alcuni paradossi in contrasto con quanto descritto dal modello economico classico. Dalle verifiche sperimentali si evince che gli individui mettono in atto sistematicamente dei comportamenti irrazionali.

Se prendiamo in esame la categoria degli investitori, questi spesso tendono ad avere reazioni eccessive di fronte a nuove informazioni attribuendo loro più peso rispetto alle informazioni già in possesso. Tale comportamento porta gli investitori ad essere troppo fiduciosi rispetto alle loro capacità di previsione. Questo tipo di comportamento non si manifesta solo negli investitori, ma anche di fronte alle scelte quotidiane degli individui. Dopo aver lanciato una moneta, infatti, è razionale credere che qualsiasi sia il lancio, la probabilità di ottenere testa è sempre  $1/2$ , che è la stessa di quella di ottenere croce. Spesso i soggetti, davanti ad una serie di esiti uguali, come l'uscita di 6 teste, tendono ad attribuire un probabilità maggiore di  $1/2$  al fatto che esca croce nel settimo lancio della moneta<sup>17</sup>.

Un altro comportamento irrazionale tipico degli individui è credere che l'osservazione di dati raccolti su un piccolo campione riflettano le preferenze dell'intera popolazione: questo fenomeno prende il nome di "legge dei piccoli numeri"<sup>18</sup>.

Nelle compravendite, invece, è conveniente proporre per primi un proposta per influenzare la percezione della controparte, che inconsciamente è ancorata al prezzo iniziale proposto. In tal caso l'irrazionalità delle persone può essere sfruttata per elaborare delle strategie di vendita.

---

<sup>17</sup> Rigoni Ugo (2006). "Finanza comportamentale e gestione del risparmio". Giappichelli, Torino, pp 8.

<sup>18</sup> Keith Cuthbertson e Dirk Nitzsche (2005). "Economia finanziaria quantitativa", Il Mulino, Bologna, pp 260.

I due paradossi più famosi sulla razionalità umana, sono quello di Allais e quello di Ellsberg, i quali criticano gli assiomi classici per dimostrare l'irrazionalità degli individui.

#### PARADOSSO DI ALLAIS

Il paradosso di Allais risale al 1953 e nasce per screditare uno dei cinque assiomi della teoria dell'utilità attesa, quello dell'indipendenza. Allais dimostra, attraverso un esperimento, che i soggetti di fronte ad una scelta non calcolano l'utilità attesa per capire qual è quella massima, ma al contrario sono influenzati da altri aspetti, come la certezza degli eventi.

Secondo la teoria classica un individuo avverso al rischio dovrebbe preferire un guadagno certo ad uno incerto a prescindere dall'entità del guadagno. Questo paradosso invece dimostra che anche i soggetti avversi al rischio possono preferire un guadagno di maggiore entità, anche se non certo al 100%, rispetto ad uno certo ma di minor entità.

#### ESPERIMENTO

Alcuni soggetti devono scegliere tra i seguenti giochi. Prima tra il gioco A e il gioco B, e, successivamente, tra il gioco C e il gioco D.

<b>GIOCO A</b>		<b>GIOCO B</b>	
<b>PROBABILITÀ</b>	<b>VINCITA</b>	<b>PROBABILITÀ</b>	<b>VINCITA</b>
33%	2500 euro	100%	2400 euro
66%	2400 euro		
1%	0 euro		

<b>GIOCO C</b>		<b>GIOCO D</b>	
<b>PROBABILITÀ</b>	<b>VINCITA</b>	<b>PROBABILITÀ</b>	<b>VINCITA</b>
33%	2500 euro	34%	2400 euro
67%	0 euro	66%	0 euro

Le preferenze espresse dagli individui sono per il gioco B nella prima scelta e per il gioco C nella seconda scelta. Ma osservando i giochi si nota che C e D derivano da A e B, in quanto hanno gli stessi esiti tranne per il fatto che è stata sottratta in entrambi i casi la probabilità del 66% di vincere 2400 euro. Gli individui però preferiscono B perché si tratta di una vincita sicura, che se trasformata in D, anche se con le stesse modifiche apportate da A a C, diventa un'alternativa rischiosa. Questo fenomeno prende il nome di effetto certezza, e dimostra che le variazioni effettuate sui determinati giochi, in questo caso A e B, anche se sono le medesime, hanno effetti diversi se trasformano gli esiti da certi ad incerti, piuttosto che se restano in ogni caso incerti.

#### IL PARADOSSO DI ELLSBERG

Il paradosso di Ellsberg risale al 1961. E' molto simile al paradosso di Allais, ma in questo caso il soggetto che deve decidere, si trova di fronte ad una situazione ambigua piuttosto che rischiosa.

Ellsberg conduce un esperimento che, ancora una volta, dimostra che gli individui non si comportano in modo razionale quando devono prendere delle decisioni.

#### ESPERIMENTO

Ci sono due urne che contengono delle palline rosse e blu. La prima urna contiene 100 palline, che possono essere sia rosse che blu, ma non si sa quante. La seconda urna contiene 50 palline rosse e 50 blu. Gli individui devono scegliere tra le seguenti coppie di alternative quella con cui potrebbero vincere. (Non sono disponibili altre informazioni, quindi non si sa quante palline rosse o blu contiene la prima urna).

#### COPPIA 1

- A. Estrarre casualmente una pallina dalla prima urna. Si vincono 100 euro se la pallina è rossa, oppure non si vince nulla se la pallina è blu.
  
- B. Estrarre casualmente una pallina dalla seconda urna. Si vincono 100 euro se la pallina è rossa, oppure non si vince nulla se la pallina è blu.

## COPPIA 2

C. Estrarre casualmente una pallina dalla prima urna. Si vincono 100 euro se la pallina è blu, oppure non si vince nulla se la pallina è rossa.

D. Estrarre casualmente una pallina dalla seconda urna. Si vincono 100 euro se la pallina è blu, oppure non si vince nulla se la pallina è rossa.

I soggetti a cui è stato esposto il quesito ed è stato chiesto di scegliere tra la prima coppia di alternative, A o B, sono propensi per la risposta B, in quanto scegliendo quest'ultima alternativa, sono sicuri che la probabilità di estrarre una pallina rossa dalla seconda urna sia esattamente  $1/2$ , visto che l'urna contiene 50 palline rosse e 50 blu. Di conseguenza, non sapendo quante palline rosse contiene la prima urna, gli individui non scelgono l'alternativa A. Così dimostrano di attribuire una probabilità minore di  $1/2$  all'estrazione della pallina rossa, poiché temono che ve ne siano meno di 50 dentro l'urna.

Gli stessi soggetti a cui è stato esposto il quesito, chiedendo però di scegliere tra la seconda coppia di alternative, C o D, hanno preferito la D. Tale scelta è in contraddizione con la preferenza espressa per B, poiché preferire D significa che gli individui credono che la probabilità di estrarre una pallina blu dalla prima urna è inferiore ad  $1/2$  e di conseguenza che le palline rosse dentro la prima urna siano più di 50, con probabilità maggiore di  $1/2$  di estrarre la pallina rossa (è esattamente il contrario di quanto si crede quando si sceglie B).

Questo paradosso dimostra che gli individui di fronte ad un quesito poco chiaro o ambiguo, come quello appena descritto, non si comportino razionalmente, in quanto la scelta razionale sarebbe stata quella di scegliere C, in seguito alla scelta di B. I soggetti però, scelgono B e D, perché sono le due alternative che si riferiscono alla seconda urna e permettono di sapere con certezza la probabilità di estrarre una pallina rossa o blu.

Ellsberg dimostra l'avversione all'ambiguità degli individui, che preferiscono scegliere le alternative certe a quelle ambigue. Questo fenomeno avviene anche tra gli investitori che spesso preferiscono soluzioni certe, come i titoli risk free, piuttosto che le azioni, che non permettono di sapere con certezza quale sarà il loro rendimento<sup>19</sup>.

---

<sup>19</sup> Keith Cuthbertson e Dirk Nitzsche (2005). "Economia finanziaria quantitativa", Il Mulino, Bologna, pp 259-260

## 1.4 LA TEORIA DEL PROSPETTO

### 1.4.1 I LIMITI COGNITIVI DEGLI INDIVIDUI: LE EURISTICHE

La prospect theory è nata successivamente alla teoria classica dell'utilità attesa, nel 1979, con lo scopo di descrivere come realmente avviene il processo decisionale degli individui. L'idealizzazione classica della razionalità del comportamento umano è stata accettata per molti anni, fino a che le teorie descrittive, tra cui la teoria del prospetto, hanno spiegato l'impossibilità da parte dell'uomo di calcolare e massimizzare la sua utilità.

Gli individui, infatti, presentano dei limiti cognitivi che non consentono loro di assumere quei comportamenti razionali descritti dalle teorie normative classiche. Riprendendo quanto accennato nel paragrafo introduttivo, i limiti cognitivi spingono l'uomo a ricorrere alle euristiche, ovvero delle condotte operative che servono per risolvere in modo semplice dei problemi complessi (Rumiati, 1990). In tal modo gli individui possono effettuare delle scelte, anche se non possono così giungere ad una soluzione ottimale, ma soddisfacente. Ci sono diversi tipi di errori che l'uomo commette durante il suo processo decisionale. Alcuni di questi sono riassunti da tre euristiche: la rappresentatività, la disponibilità e l'ancoraggio.

Un esempio di **euristica della rappresentatività** sono gli stereotipi o i pregiudizi, cioè quelle idee che l'uomo costruisce a prescindere da un'accurata valutazione del caso, ma semplicemente perché sono largamente condivise. Secondo questa euristica, gli individui nell'elaborazione delle informazioni si basano su delle situazioni a loro familiari, emettendo giudizi di familiarità, senza tener conto dell'effettiva probabilità di realizzo del caso esaminato (Tversky-Kahneman, 1974).

Un errore rappresentativo può essere quello della legge dei piccoli numeri, cioè il fatto di non tener conto della numerosità di un campione quando lo si osserva, pensando così di poter generalizzare le informazioni osservate su un campione di limitate dimensioni. In ambito finanziario, questo atteggiamento implica l'individuazione di tendenze anche quando in realtà non ci sono. Può capitare quando, ad esempio, si osserva l'andamento del rapporto di cambio tra due valute, che nel breve periodo si pensa sia imprevedibile. Se negli ultimi giorni gli investitori osservano che una delle due valute ha sempre avuto

un valore maggiore dell'altra allora, si crede che ci sarà un processo di rivalutazione per la valuta maggiore.

**L'euristica della disponibilità** riguarda la raccolta di informazioni nel processo decisionale. L'uomo tende a privilegiare le informazioni più facili da ricordare, come quelle che avvengono con una maggior frequenza o quelle più conosciute. Anche il tempo può influenzare la percezione di un fenomeno: più quest'ultimo è recente più sarà rilevante nel processo di acquisizione delle informazioni. Ad esempio, se si è verificata da poco una grandinata molto forte, gli individui sono più propensi ad acquistare polizze assicurative per paura che possa succedere di nuovo, ma il fatto che la grandinata si sia verificata da poco non influenza la possibilità che si verifichi nuovamente.

**L'euristica dell'ancoraggio**, sostiene che le previsioni degli individui sono influenzate dal punto stabilito in partenza, che viene aggiustato in seguito. Il nome di questa euristica indica che il punto di partenza dell'individuo funge da ancora e nonostante i successivi aggiustamenti, questo continua a influenzare notevolmente l'individuo. Questa euristica è causa del fenomeno dell'*underreaction*, per cui nonostante le nuove informazioni inerenti i titoli azionari, il loro prezzo varia di poco perché resta ancorato al punto stabilito in partenza.

Gli errori cognitivi portano, dunque, gli investitori a compiere degli sbagli e il fatto di avere la consapevolezza di cadere in questi errori non basta per evitarli. Anche gli investitori più bravi, infatti, che ne sono a conoscenza non riescono ad essere mai completamente razionali. La figura del consulente finanziario, può essere d'aiuto in tal caso, e può guidare l'investitore nelle sue scelte di investimento (v. capitoli successivi).

#### 1.4.2 I BIAS COGNITIVI E LA FIDUCIA IN SE STESSI

Le euristiche descritte nel paragrafo precedente inducono gli individui a commettere degli errori valutativi sulle previsioni riguardanti determinati eventi incerti. Tali errori prendono il nome di bias cognitivi e sono definiti dal grado di fiducia che i soggetti ripongono in se stessi e nelle loro abilità, così come succede per gli investitori che si trovano di fronte alle scelte di investimento.

Alcuni di questi bias sono: l'overconfidence, l'underconfidence, l'ottimismo, l'illusione del controllo e il bias di conferma.

**L'overconfidence** è quel fenomeno per cui un soggetto ha troppa fiducia rispetto alla previsione di un evento e, di conseguenza, ne determina l'esito con un'eccessiva certezza. Questo succede, ad esempio, quando un investitore sottostima i rischi e la variabilità degli strumenti finanziari, dimostrando troppa sicurezza rispetto alle previsioni degli andamenti di tali strumenti. Le persone, assumendo questo comportamento, sovrastimano le proprie capacità di valutazione ed effettuano previsioni con troppa certezza rispetto a quanto succede nella realtà.

La sovrastima delle capacità valutative di investimento si ricollega alle euristiche della rappresentatività e dell'ancoraggio, poiché l'individuo che è ancorato ad un punto di partenza, quando si trova di fronte ai risultati ottenuti e deve paragonarli alle sue previsioni, compie degli aggiustamenti minimi. Si crea così un intervallo di confidenza troppo stretto che induce l'investitore a sottovalutare la variabilità del fenomeno.

**L'underconfidence** è il fenomeno opposto a quello appena descritto. I soggetti *underconfident* tendono ad avere poca fiducia nelle proprie capacità di previsione.

Anche l'*underconfidence* deriva dall euristica della rappresentatività. Più un individuo ha a disposizione informazioni poco dettagliate o informazioni raccolte attraverso un campione ampio di individui, meno questi dati saranno attendibili agli occhi del soggetto che tende a sottovalutare le proprie capacità di previsioni su un certo evento. Al contrario, è più probabile cadere nell'errore dell'*overconfidence*, quando si è in presenza di dati dettagliati e raccolti attraverso un piccolo campione, poiché rappresentano informazioni più attendibili.

**L'ottimismo** è un tipo particolare di *overconfidence*, e si verifica quando i soggetti, oltre ad avere un'eccessiva fiducia nelle proprie previsioni, tendono anche ad alterarle verso l'alto. Si tratta di un fenomeno molto diffuso sia in ambito finanziario, sia nella vita quotidiana. Le persone, infatti, spesso sono portate a credere di avere capacità superiori rispetto alla media della popolazione, così gli investitori, spesso sono convinti di riuscire ad ottenere rendimenti maggiori rispetto a quelli di mercato. Da queste errate valutazioni derivano le oscillazioni dei titoli sul mercato finanziario, che possono indurre anche gravi conseguenze, come il fenomeno delle bolle speculative.

*L'illusione del controllo* è un comportamento strettamente legato all'*overconfidence* e all'ottimismo. Si manifesta quando gli individui, nella valutazione dei problemi, non considerano la presenza di elementi rischiosi che non si possono controllare neanche possedendo notevoli abilità. L'attività di training finanziario può essere un esempio: non è mai possibile sapere con assoluta certezza quale sarà l'andamento di un titolo, dipendendo da tanti fattori difficili da prevedere. Solamente ricorrendo alle ipotesi della teoria classica di mercato perfetto, è possibile avere tutte le informazioni possibili per determinare gli andamenti di mercato.

*Il bias di conferma* è un altro particolare tipo di *overconfidence* causato da una troppa fiducia nelle proprie convinzioni, tanto da non considerare gli eventi in contrasto con esse. Un esempio di tale comportamento irrazionale, è identificabile in quei manager che pur di non ammettere gli sbagli commessi, portano avanti le proprie convinzioni senza valutare le informazioni e le tendenze di mercato in opposizione alle loro strategie aziendali. Agendo in questo modo dimostrano un'eccessiva presunzione e fiducia nelle proprie abilità<sup>20</sup>.

### 1.4.3 LA FASE DI EDITING DEL PROCESSO DECISIONALE

Kahneman e Tversky nella formulazione della teoria del prospetto analizzano come si svolge il processo decisionale degli individui in condizioni di incertezza, distinguendolo in due fasi principali: la prima è quella di *editing*, che consiste in un'analisi preventiva di tutti i possibili esiti di un'alternativa che prendono il nome di prospetti, mentre la seconda fase è quella della valutazione, che serve a scegliere il prospetto migliore tra quelli analizzati.

Nella fase di editing si riscontrano le principali anomalie comportamentali degli agenti, i quali adottano un procedimento di semplificazione dei prospetti disponibili attraverso sei operazioni principali: la codifica, la combinazione, la separazione, la cancellazione, la semplificazione e il riconoscimento della dominanza.

Secondo l'operazione di *codifica* la valutazione dei prospetti non avviene in modo assoluto ma relativamente ad un obiettivo prefissato. Ad esempio, secondo la teoria

---

<sup>20</sup> Rigoni Ugo (2006). "Finanza comportamentale e gestione del risparmio". Giappichelli, Torino, pp 2-22



classica, ogni investitore dovrebbe essere soddisfatto di un guadagno di 1000 euro, invece potrebbe non esserlo se l'aspettativa era maggiore oppure se i costi superano tale cifra.

La **combinazione** dei prospetti permette di semplificare il problema sommando le probabilità degli esiti uguali. Se ho una probabilità del 15% di vincere 20 euro, una del 30% di vincerne 10 ed una del 40% di vincere 20 euro, l'individuo semplificherà la scelta pensando di avere una probabilità del 55% di vincere 20 euro ed una probabilità del 30% di vincerne 10.

L'operazione mentale della **separazione** implica la separazione degli esiti certi da quelli incerti, per cui se un prospetto ha probabilità del 20% di vincere 200 euro e probabilità dell'80% di vincerne 500, allora viene semplificato con il prospetto avente una vincita sicura al 100% di 200 euro, e una probabilità dell'80% di vincere 300 euro (500-200).

La **cancellazione** presuppone di eliminare gli esiti comuni tra più prospetti per semplificare la scelta come l'esempio nella tabella seguente:

TABELLA 1.2: L'OPERAZIONE DELLA CANCELLAZIONE NELLA FASE DI EDITING

	<b>ESITO A</b>	<b>ESITO B</b>	<b>ESITO C</b>
<b>PROSPETTO 1</b>	20%, 100\$	30%, 200\$	50%, 300\$
<b>PROSPETTO 2</b>	10%, 100\$	70%, 50\$	20%, 130\$
<b>PROSPETTO 1'</b>	10%, 100\$	30%, 200\$	50%, 300\$
<b>PROSPETTO 2'</b>		70%, 50\$	20%, 130\$

Fonte: CENTRO DI RICERCA SUL RISCHIO E LA DECISIONE (C.E.R.D.)<sup>21</sup>, 2010.

L'esito A del prospetto 2' semplificato viene eliminato perché è già compreso nel prospetto 1', visto che si tratta sempre di una vincita di 100\$ con diverse probabilità di realizzo.

<sup>21</sup> <http://decision.psv.unipd.it/>

La **semplificazione** consiste nell'arrotondare le probabilità o il valore degli esiti. Quindi una vincita di 39 euro viene spesso pensata come una vincita di 40, mentre una probabilità dello 0,006% può essere arrotondata con una probabilità dello 0,01% che è quasi il doppio.

L'operazione di **riconoscimento della dominanza** presuppone l'individuazione dei prospetti dominanti, con valore maggiore, per eliminare quelli dominati, con valore inferiore.

Queste operazioni non devono necessariamente verificarsi tutte o secondo un preciso ordine; sono semplicemente delle deduzioni intuitive che portano i soggetti a commettere degli errori cognitivi nella scelta dei vari prospetti.

#### 1.4.4 LA FASE DI VALUTAZIONE DEL PROCESSO DECISIONALE

La seconda fase del processo decisionale è quella di valutazione, ed è sempre successiva a quella di editing, perché prima è necessario individuare i prospetti e poi valutarli per scegliere quello con il valore maggiore. La valutazione dei prospetti individuati avviene confrontandoli attraverso due funzioni: la funzione del valore e la funzione di ponderazione.

##### LA FUNZIONE DI PONDERAZIONE

La funzione di ponderazione raffigura la probabilità, quindi il peso, assegnato al valore di ogni esito possibile, ed è caratterizzata da alcune proprietà fondamentali che si discostano dalle ipotesi della teoria dell'utilità attesa. Tra le ipotesi appartenenti alla funzione di ponderazione ci sono quelle di iper-ponderazione delle probabilità più basse e di ipo-ponderazione delle probabilità più alte, come si può vedere nella Figura 2.

Secondo la teoria classica, l'utilità attesa è una funzione lineare (linea tratteggiata), mentre secondo la teoria del prospetto non può assumere la forma di una retta a causa delle ipotesi appena descritte di sopravvalutazione delle probabilità più piccole e di sottovalutazione di quelle più grandi (linea continua). Inoltre, la funzione di ponderazione è una funzione crescente che ignora gli esiti considerati impossibili ed

attribuisce un peso maggiore agli eventi certi piuttosto che a quelli incerti, secondo la proprietà dell'effetto certezza.

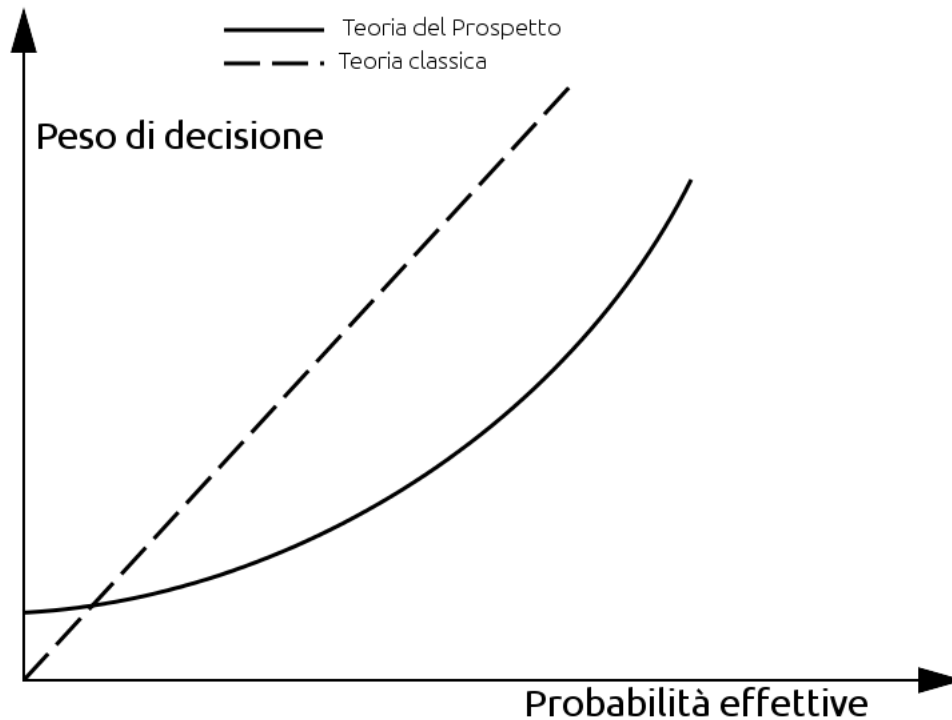


FIGURA 1.3 FUNZIONE DI PONDERAZIONE DELLA TEORIA DEL PROSPETTO

Come si vede nel grafico, solo per le probabilità più basse, la funzione di ponderazione è più alta della linea tratteggiata che rappresenta la funzione di utilità classica. Tale considerazione implica che per le probabilità più grandi i pesi dei prospetti sono inferiori alle loro probabilità di realizzo. Questo accade, ad esempio, quando un individuo considera una perdita molto probabile al posto di considerarla come una perdita certa, sopravvalutando la possibilità di evitare tale perdita.

La non linearità dei pesi di ponderazione dei prospetti è una causa della violazione dell'assioma dell'indipendenza appartenente alla teoria classica. La violazione di tale assioma è stata ancor prima dimostrata, nel 1953, dall'economista Maurice Allais, come illustrato in uno dei precedenti paragrafi, attraverso numerosi esperimenti, i quali dimostrano che gli individui di fronte a due giochi con più esiti, tendono ad eliminare quelli che hanno lo stesso valore in entrambi i giochi. Questo significa che le preferenze

degli individui non sono indipendenti dagli esiti eliminati dai diversi giochi, contrariamente a quanto sostiene l'assioma di indipendenza.

#### LA FUNZIONE DEL VALORE

Kahneman e Tversky, nella loro teoria, introducono una seconda funzione del valore, a cui ricorrono per spiegare il fenomeno di avversione alle perdite che si verifica negli individui. Tale manifestazione implica che gli agenti tendano a scartare le scommesse simmetriche che presentano un'uguale probabilità di vincere o perdere la stessa somma di denaro. Gli individui, infatti, essendo più sensibili alle perdite, hanno bisogno di un guadagno di entità maggiore rispetto ad una perdita per poterla compensare.

La funzione del valore assegna ad ogni esito di un prospetto un determinato valore, e anch'essa, come la funzione di ponderazione, si basa su delle ipotesi fondamentali. Innanzitutto la valutazione degli esiti dipende da un punto di riferimento, quale può essere la ricchezza dell'individuo; inoltre, ha una forma convessa nella regione delle perdite e concava in quella dei guadagni e, infine, a riprova dell'avversità degli individui nei confronti delle perdite, tale funzione è più ripida nella regione delle perdite rispetto a quanto lo è nella regione dei guadagni, come raffigurato nella Figura 3.

Nella valutazione degli esiti, inoltre, non si può prescindere dalle circostanze specifiche proprie di un soggetto, in quanto una perdita di 1'000 euro può essere molto gravosa per una persona e del tutto indifferente per un'altra.

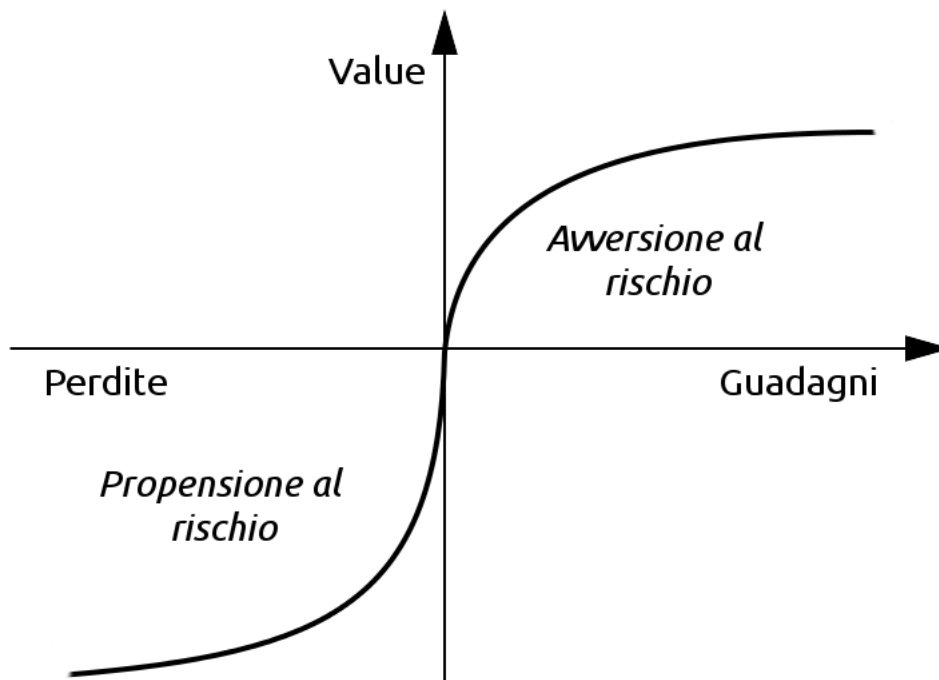


FIGURA 1.4 LA FUNZIONE DEL VALORE DELLA TEORIA DEL PROSPETTO

Le proprietà della funzione del valore dimostrano una serie di comportamenti anomali degli individui, quali: l'avversione alla perdita, l'influenza del punto di riferimento e l'effetto framing.

Il fenomeno di *avversione alle perdite*, come accennato precedentemente, si coglie dalla maggior pendenza della funzione del valore nel campo delle perdite. Questa pendenza più accentuata implica che, mentalmente, gli individui non annullano un prospetto con una perdita ed un guadagno dello stesso ammontare, poiché, essendo più avversi alle perdite, hanno bisogno di un guadagno di entità maggiore. Un famoso quesito che permette di capire l'avversione alla perdita è il seguente<sup>22</sup>:

*"Quanto sei disposto ad accettare per lanciare una moneta, sapendo che se esce testa perderai e dovrai pagare 30 euro?"*

<sup>22</sup> Centro di ricerca sul rischio e la decisione (Ce.R.D), Teoria del prospetto, 2010.

Gli esiti possibili ovviamente sono testa o croce; l'individuo, perciò, ha il 50% di probabilità di vincere quello che stabilirà in virtù della sua risposta, e il 50% di probabilità di perdere 30 euro. Tuttavia l'individuo tende a rispondere quasi sempre un valore maggiore di 30 euro dimostrando che per una perdita di un certo valore pretende un guadagno di un valore maggiore.

Gli errori che commettono gli agenti in base all'*influenza del punto di riferimento*, presuppongono valutazioni relative piuttosto che assolute. Molte volte capita che un individuo di fronte a due alternative, sia propenso a scegliere quella che permette di ottenere un valore assoluto inferiore e un valore relativo (rispetto agli altri individui) superiore. Un esempio potrebbe essere il seguente<sup>23</sup>:

*"Hai sostenuto un esame, preferisci che il tuo esito sia 25/30 mentre quello degli altri è 29/30, oppure 26/30 mentre gli altri hanno preso 30/30?"*

Gli individui tenderebbero a rispondere 25/30 anche se si tratta dell'esito più basso, perché in tal modo si sentirebbero meno inferiori alla media<sup>24</sup>.

#### 1.4.5 L'EFFETTO FRAMING

L'effetto *framing* è un altro tipo di errore comportamentale che gli agenti commettono quando si trovano a dover prendere delle decisioni in condizioni di incertezza. Kahneman e Tversky, nella formulazione della loro teoria, si sono soffermati molto sull'effetto *framing*, perché, in linea con il loro obbiettivo, dimostra chiaramente che le scelte degli individui non possono basarsi solo su assunti di razionalità, ma al contrario sono influenzate dalle circostanze e dalle condizioni esterne (Kahneman-Tversky, 1981).

Le preferenze degli individui, contrariamente a quanto affermato nella teoria classica, non dipendono solo da una funzione di utilità definita a priori e dalla distribuzione di probabilità degli eventi possibili (Kahneman-Tversky, 1979). Attraverso l'effetto

---

<sup>23/24</sup> Centro di ricerca sul rischio e la decisione (Ce.R.D), Teoria del prospetto, 2010.

*framing* viene dimostrato che gli agenti, nella risoluzione di problemi, sono fortemente influenzati dal modo in cui i quesiti vengono presentati. Il famoso esperimento condotto da Kahneman e Tversky nel 1981, per dimostrare l'effetto *framing*, è quello del problema della malattia asiatica. Si tratta di un quesito formulato ad un campione di persone in due modi diversi, sempre con la stessa sostanza, ma con diversa forma.

#### ESPERIMENTO

Una malattia tropicale è arrivata in Asia con la possibilità di uccidere 600 persone attraverso il contagio.

Di fronte a questo problema ci sono due gruppi di soluzioni:

#### GRUPPO 1

- A. Salvare 200 persone.
- B. Salvare 600 persone con  $1/3$  di probabilità e non salvare nessuno con  $2/3$  di probabilità.

#### GRUPPO 2

- C. Muoiono 400 persone.
- D. Nessuno muore con  $1/3$  di probabilità e muoiono tutti 600 con  $2/3$  di probabilità.

Questi due gruppi di soluzioni rappresentano esattamente lo stesso risultato in termini di valore atteso. La soluzione A dice la stessa cosa di C, poiché salvare 200 persone implica che su 600 ne moriranno 400, così la soluzione B dice esattamente quello che propone D. Nonostante i due gruppi di soluzioni rappresentino la stessa situazione, nel primo gruppo il 72% degli individui del campione a cui è stato formulato il quesito sceglie l'esito certo A, mentre nel secondo gruppo di soluzioni, il 78% degli stessi individui sceglie l'esito D, che equivale sostanzialmente alla scelta dell'esito B.

La differenza tra i due gruppi di scelta è solamente la formulazione del problema. Mentre il primo gruppo permette di salvare sicuramente 200 persone, il secondo ne fa morire sicuramente 400. Se si paragona la morte ad una perdita e il salvataggio ad un guadagno, questo esperimento oltre a spiegare come cambiano le preferenze degli

individui in relazione alla formulazione del problema, rappresenta anche la propensione al rischio nei confronti delle perdite e l'avversione al rischio nel caso dei guadagni.

Il secondo gruppo di soluzioni rappresenta il dominio delle perdite, in cui l'alternativa C non viene scelta perché rappresenta una perdita sicura, e viene preferita la soluzione D con il rischio di subire una perdita maggiore e la speranza di ottenerne una minore.

Tale comportamento denota una propensione al rischio nell'area delle perdite; mentre nella regione dei guadagni si osserva un'avversione al rischio, secondo quanto osservato per il primo gruppo di soluzioni, per cui gli individui preferiscono l'alternativa sicura A, che permette di salvare 200 persone, piuttosto che l'alternativa B, con cui si corre il rischio di salvarne meno.

La teoria classica invece, sostiene che gli individui avrebbero dovuto essere indifferenti sia tra le soluzioni A e C che tra le soluzioni B e D. Le preferenze tra queste alternative sono una dimostrazione, ancora una volta, dei limiti cognitivi degli agenti, i quali tendono ad accettare il problema così come gli viene presentato per evitare la fatica di riformularlo, e così facendo, non si accorgono della similarità delle soluzioni proposte.<sup>25</sup>

## 1.5 LA TEORIA DEL MENTAL ACCOUNTING

### 1.5.1 ASPETTI CARATTERISTICI DELLA TEORIA

La teoria del *mental accounting* risale al 1980 ed appartiene alla branca delle teorie prescrittive, che cercano di spiegare il comportamento degli individui, andando oltre i principi normativi classici. Come la teoria del prospetto, anche la teoria della contabilità mentale si occupa di descrivere il processo decisionale di scelta nelle persone.

L'autore di questa teoria è un professore dell'Università di Chicago, Richard H. Thaler, il quale ha stabilito, attraverso una serie di studi ed esperimenti, che le persone hanno la tendenza a codificare, classificare e valutare le operazioni economico finanziarie raggruppandole in diversi gruppi di conti mentali non fungibili tra loro (Thaler, 1985).

Il processo psicologico intrapreso dai soggetti nell'individuazione dei diversi conti mentali non è un processo razionale, in quanto porta i soggetti a trattare il denaro, che dovrebbe essere del tutto fungibile, in modo diverso, a seconda di come queste somme

---

<sup>25</sup> Cleotilde Gonzalez a, Jason Dana, Hideya Koshino e Marcel Just (2005). The framing effect and risky decisions: Examining cognitive functions with fMRI, *Journal of Economic Psychology*, 26, pp 1–20.



sono state ottenute: dal lavoro, dall'eredità, dalle scommesse di gioco; oppure a seconda della loro destinazione d'uso: per necessità, per il tempo libero, per se stessi, o per la famiglia.

Thaler, nella sua teoria, individua principalmente tre conti mentali: il conto di consumo, il conto di reddito e il conto patrimoniale.

**Il conto di consumo** si riferisce alle spese che i soggetti intraprendono. Gli individui creano mentalmente più conti per le diverse tipologie di spesa, a cui attribuiscono un budget mensile o annuale. La creazione di questi conti aiuta i soggetti a controllare l'utilizzo del denaro per non sperperarlo e dimostra, inoltre, la non fungibilità del denaro tra i diversi conti, poiché se a fine anno avanza denaro su un conto, questo generalmente non verrà utilizzato per altre tipologie di spesa.

Più le spese sono frequenti e di piccolo importo più i soggetti tendono a non considerarle; al contrario se queste sono di importo maggiore e meno frequenti. Tale comportamento porta a commettere degli errori di valutazione per quanto riguarda le uscite di denaro dai conti. Si tratta dell'effetto Hedonic Framing, per cui un individuo non registra mentalmente le uscite dei piccoli costi per gli acquisti frequenti e quotidiani, non rendendosi conto che queste piccole spese, se sommate nell'arco di un anno, sono in realtà spese rilevanti.

Un soggetto che quotidianamente prende il caffè al bar, dunque, non crea un conto mentale per questa spesa, perché preferisce considerarla come una spesa giornaliera, e in tal modo vederla come una spesa irrilevante, piuttosto che considerare la spesa complessiva annuale di tutti i caffè. Questo comportamento distorsivo permette di ridurre il peso mentale della spesa.

**Il conto di reddito** si riferisce alle entrate reddituali delle persone. Quest'ultime possono essere ricorrenti o non ricorrenti, così come possono essere più o meno predeterminabili. Il consumo è influenzato da questi aspetti, poiché un soggetto è più propenso a spendere per i consumi, se le sue entrate sono ricorrenti e predeterminabili, in quanto si tratta di entrate certe.

**I conti patrimoniali** si riferiscono alle risorse finanziarie detenute dagli individui. Quest'ultime si dividono in quattro categorie: la prima è quella delle attività correnti, che rappresenta la moneta e le attività liquide, la seconda è quella degli investimenti finanziari, come le azioni e le obbligazioni, la terza è quella degli investimenti immobiliari, e infine la quarta è quella della ricchezza futura, cioè quella ricchezza che

l'individuo si aspetta di ottenere dalle sue attività. La divisione delle risorse in queste quattro categorie di conto aiuta i soggetti a bilanciare i consumi nel tempo, in quanto le persone tendono a consumare la ricchezza nel presente per ottenere benefici immediati, senza tener conto dei bisogni futuri. Il fatto di attribuire un budget di spesa per ogni conto mentale, permette di non spendere le risorse dei conti destinati ai consumi futuri, come quelli degli investimenti.

La teoria della contabilità mentale, come la teoria del prospetto, dimostra che gli individui non sono razionali nei processi di scelta. Essi tendono a semplificare i problemi che vengono loro presentati, attraverso la creazione dei conti mentali, perché senza queste semplificazioni, non riuscirebbero ad intraprendere delle scelte a causa dei loro limiti cognitivi<sup>26</sup>.

### 1.5.2 L'EFFETTO FRAMING NELLA TEORIA DELLA CONTABILITÀ MENTALE

L'effetto *framing* è importante nell'analisi della contabilità mentale per capire come le persone cambiano i loro punti di vista sul denaro e sugli investimenti in relazione alle circostanze che devono affrontare. Thaler propone il seguente esperimento<sup>27</sup>.

#### ESPERIMENTO - VERSIONE 1

Si offrono 30\$ ad un gruppo di persone e si chiede loro se preferiscono ricevere questi soldi, oppure scommettere sul lancio di una moneta che in caso di vincita consente di ottenere 9\$ in più rispetto ai 30\$ di partenza, e in caso di perdita 9\$ in meno.

Il 70% della popolazione ha scelto di lanciare la moneta e rischiare, poiché i 30\$ non sono il risultato di qualcosa di faticoso, come il lavoro, ma sono semplicemente una somma ricevuta gratuitamente, perciò vale la pena divertirsi e giocare. Ad un secondo gruppo di persone è stato proposto lo stesso problema ma formulandolo in modo diverso.

---

<sup>26</sup> Thaler, R. H. (1985), "Mental accounting and consumer choice", *Marketing Science* 4, 199-214.

<sup>27</sup> Michael M. Pompian (2011). "Behavioral Finance and Wealth Management", Jhon Wiley and Sons, pp 174-175.

Si preferisce scommettere su un lancio della moneta, con cui si possono ricevere 39\$ se esce testa, o 21\$ se esce croce, oppure si preferisce semplicemente tenere in tasca 30\$ e rinunciare al lancio della moneta?

A questo secondo gruppo di persone, diversamente a quanto proposto al primo, non sono stati assegnati all'inizio 30\$ gratuitamente. Il secondo gruppo di individui ha infatti reagito in modo diverso, perché solo il 34% di loro ha scelto di lanciare la moneta, anche se il problema che è stato presentato ai due gruppi è esattamente lo stesso.

In questo secondo caso la percentuale di soggetti che lancia la moneta, il 34%, è inferiore, poiché non percependo la somma iniziale di 30\$ come gratuita, saranno meno disposti a perdere il denaro che ricevono dal gioco, a dimostrazione del fatto che il denaro, anche se è fungibile, se viene collocato in conti mentali diversi, sarà speso in maniera diversa.

Questo esempio dimostra, dunque, il legame tra la teoria del *mental accounting* e il fenomeno *framing*, infatti, oltre a considerare la collocazione del denaro nei diversi conti mentali degli individui, illustra due problemi analoghi dal punto di vista della sostanza e diversi nella forma, che le persone affrontano in modo diverso. Inoltre, è opportuno ricordare che esistono numerose motivazioni che spingono gli individui a creare diversi conti mentali come, ad esempio, il bisogno di giustificare le loro azioni illogiche<sup>28</sup>.

### 1.5.3 LA CONTABILITÀ MENTALE IN AMBITO FINANZIARIO

La contabilità mentale, se applicata in ambito finanziario, si riferisce alla codifica, alla classificazione e alla valutazione delle decisioni finanziarie. Un'altra interpretazione di contabilità mentale è la descrizione di come vengono valutate le diverse alternative di scelta, le quali possono essere considerate congiuntamente oppure separatamente.

Per esempio Kahneman e Tversky hanno condotto un esperimento che chiarisce tale concetto. Si tratta sempre di presentare a due gruppi di persone, due problemi analoghi dal punto di vista sostanziale e diversi dal punto di vista formale.

---

<sup>28</sup> Michael M. Pompian (2011). "Behavioral Finance and Wealth Management", Jhon Wiley and Sons, pp 171-172.

## ESPERIMENTO - VERSIONE 1

Stai andando a teatro e hai già acquistato il biglietto al prezzo di 10\$. Durante la strada per arrivare a teatro perdi il biglietto e te ne accorgi una volta arrivato: sei disposto a comprarne un altro sempre al costo di 10\$ per andare a vedere lo spettacolo?

## ESPERIMENTO - VERSIONE 2

Hai deciso di andare a vedere uno spettacolo a teatro che prevede l'acquisto di un biglietto del valore di 10\$. Quando arrivi a teatro devi pagare il biglietto e ti accorgi di aver perso 10\$, cosa fai? Acquisti lo stesso il biglietto?

In questo secondo caso le persone che rispondono affermativamente sono l'88%, quindi sono disposti a comprare il biglietto ed andare comunque a teatro nonostante la perdita dei 10\$. Nel primo caso, solo il 46% dei soggetti è disposto a ricomprare il biglietto del teatro dopo averlo perso. In realtà si tratta sempre di dover spendere 10\$ aggiuntivi, perciò dal punto di vista patrimoniale i due problemi sono identici, soltanto che nel primo caso si perde il biglietto del teatro che vale 10\$, mentre nel secondo caso si perdono direttamente 10\$.

Analizzando il problema dal punto di vista della teoria del *mental accounting*, tale disparità di comportamenti si verifica poiché i soggetti hanno creato nella loro mente un conto che disponeva delle risorse necessarie per andare a teatro, quindi un conto che serviva per soddisfare questo tipo di bisogno. Una volta comprato il biglietto per andare a teatro il saldo di questo conto è diventato zero e il fatto di riacquistare il biglietto significa attribuire altri 10\$ al conto e riaprirlo. Se invece l'individuo perde 10\$ e non il biglietto, che di per sé non cambia niente dal punto di vista patrimoniale, è più propenso ad acquistare comunque il biglietto per il semplice fatto che la perdita dei 10\$ può colmarla acquisendo denaro da altri conti mentali, come il conto per gli svaghi e divertimenti piuttosto che da quello dei soldi per comprare i libri, rinunciando a qualche altra cosa. Si tratta di un'operazione mentale diversa per le persone che possono essere più o meno flessibili nei confronti dei diversi conti, quindi se un soggetto era disponibile a spendere esclusivamente quei 10\$ mensili per il teatro, il fatto di perdere dei soldi piuttosto che il biglietto gli permette di andare lo stesso a teatro poiché preleverà i soldi dagli altri conti mentali.

La teoria del *mental accounting* dimostra quindi, che al variare delle circostanze, il denaro può perdere una delle sue fondamentali proprietà: la fungibilità. Questa importante teoria cerca, dunque, di spiegare come le scelte economico-finanziarie degli individui sono elaborate da un sistema di contabilità mentale, che induce gli investitori a commettere una serie di errori nella scelta degli investimenti. L'errore più frequente è quello di posizionare le attività di investimento nei diversi conti a seconda del tipo di attività, senza considerare le potenziali correlazioni tra le diverse categorie di investimento.

Tversky e Kahneman hanno spiegato che la difficoltà da parte degli individui a stabilire delle interazioni tra le diverse tipologie di investimento, li porta a costruire portafogli "stratificati", per cui ogni strato si rivolge a un particolare obiettivo di investimento indipendentemente dagli obiettivi di investimento supplementari. Per esempio, se gli investitori vogliono preservare la loro ricchezza scelgono investimenti a basso rischio, come i fondi di investimento; se vogliono investire il loro reddito si indirizzano soprattutto sulle obbligazioni e titoli simili che pagano dividendi; se, invece, vogliono ricevere somme più elevate, gli investitori acquistano strumenti più rischiosi, come le azioni dei mercati emergenti delle offerte pubbliche iniziali.

La combinazione di diverse attività finanziarie, le cui performance non sono correlate tra loro, permette di ridurre il rischio di investimento, ma i portafogli "stratificati" costruiti dagli investitori non ne tengono conto causando delle inefficienze.

Le persone che sono indotte inevitabilmente alla creazione dei conti mentali, spesso non riescono a valutare il potenziale di investimento che deriva da un portafoglio aggregato di investimenti. Riesce loro più facile considerare singolarmente le attività finanziarie, inserite per tipologia nei diversi conti mentali, e osservare le loro recenti performance a livello patrimoniale. Questo errore comune deriva dalla contabilità mentale e non permette di ridurre il rischio di investimento attraverso la diversificazione di portafoglio<sup>29</sup>.

In questo primo capitolo è stato approfondito il tema della finanza comportamentale, per capire quali sono gli errori che potrebbero commettere gli investitori nelle scelte di investimento. Questo tema è un valido supporto per l'attività della consulenza finanziaria, che verrà descritta nel prossimo capitolo, in quanto oltre ad individuare gli errori comuni commessi dagli investitori nelle scelte di investimento, permette di aiutare il consulente stesso a non commettere sbagli causati dall'irrazionalità umana.

---

<sup>29</sup> Michael M. Pompian (2011). "Behavioral Finance and Wealth Management", Jhon Wiley and Sons, 174-175.

Il tema della *behavioural finance* e quello della consulenza finanziaria serviranno a introdurre il tema centrale del presente elaborato: il ruolo della fiducia nel rapporto tra consulente finanziario e investitore.

---

## CAPITOLO 2 - LA CONSULENZA FINANZIARIA

### 2.1 IL LEGAME TRA LA FINANZA COMPORTAMENTALE E LA CONSULENZA FINANZIARIA

Il tema della finanza comportamentale, introdotto nel primo capitolo, è strettamente legato a quello della consulenza finanziaria e costituisce un valido strumento per la comprensione dei meccanismi caratterizzanti il rapporto tra consulente finanziario e investitore.

La *behavioural finance*, che si occupa di descrivere come avviene il processo decisionale degli individui, può costruire un supporto per la consulenza, in quanto aiuta non solo a prevedere le scelte degli investitori e a capire da quali fattori esse siano influenzate ma identifica anche quali siano gli errori valutativi più frequenti commessi da questi ultimi. Tale disciplina descrittiva permette, così, di comprendere i limiti cognitivi degli investitori e di individuare le scelte più adatte ai loro bisogni.

La figura del consulente si pone come guida per i propri investitori/clienti, aiutandoli a non commettere errori e ad assumere un comportamento più razionale possibile. Anche un consulente può fare degli errori valutativi e cadere nelle logiche irrazionali descritte dalla finanza comportamentale, ma la sua specializzazione gli consente di effettuare una valutazione migliore sulle scelte di investimento (Lusardi&Mitchell,2007).

Il primo capitolo si è occupato di descrivere il comportamento degli individui secondo due diversi approcci: quello normativo, appartenente alla teoria finanziaria classica e quello descrittivo, appartenente alla finanza comportamentale.

L'approccio normativo stabilisce a priori degli assiomi e delle ipotesi, che gli individui devono rispettare per la massimizzazione del loro benessere, individuando, in partenza, quale comportamento essi debbano assumere. L'approccio descrittivo, invece, si occupa di descrivere il comportamento degli individui, senza stabilire delle ipotesi iniziali, ma semplicemente osservando come questi ultimi effettuino le loro scelte.

La consulenza finanziaria si pone l'obiettivo di migliorare il benessere degli investitori, fornendo loro delle direttive sulle scelte di investimento da intraprendere. Tale disciplina assume, inoltre, i connotati di attività prescrittiva e cerca di ridurre il più possibile la differenza tra l'analisi normativa e quella descrittiva dei problemi.

In questo capitolo verrà trattata l'attività della consulenza finanziaria, spiegandone le caratteristiche e le peculiarità, per introdurre in seguito, nel terzo capitolo, il concetto di fiducia, presupposto fondamentale del rapporto che si instaura tra consulente e investitore<sup>30</sup>.

## 2.2 LO SVILUPPO DELLA CONSULENZA FINANZIARIA

La consulenza finanziaria è un'attività che si rivolge agli investitori, con il fine di indirizzarli e sostenerli nella scelta dei prodotti finanziari che soddisfino i loro bisogni.

Tale attività ha subito notevoli mutamenti dalla sua nascita, dovuti a diversi fattori, quali, ad esempio, l'evoluzione del contesto di riferimento e il cambiamento della normativa in materia di consulenza finanziaria, che hanno portato alla nascita di nuove figure professionali.

Prima degli anni '90, il servizio di consulenza in Italia è stato caratterizzato da staticità ed elementarità. L'assenza di concorrenza con l'estero, dovuta alla protezione del mercato italiano, ha frenato la creazione di nuovi strumenti finanziari e l'innovazione del sistema economico-finanziario italiano. Gli investitori, inoltre, sono stati caratterizzati da una maggior avversione al rischio per i loro risparmi e hanno favorito l'acquisto di strumenti finanziari di facile comprensione. Essi hanno investito i loro risparmi prevalentemente nei titoli di stato, in quanto assicuravano loro rendimenti di breve periodo e perché, essendo strumenti di facile comprensione, consentivano di non dover ricorrere alla figura del consulente finanziario, che in quegli anni era ancora poco diffusa.

A seguito della crisi finanziaria degli anni '90, i rendimenti dei titoli obbligazionari hanno subito un rapido crollo, così i risparmiatori sono stati costretti ad orientarsi verso altri strumenti finanziari.

In questi anni la figura del consulente ha assunto connotati diversi rispetto a prima, quando ricopriva un ruolo marginale. Infatti, dopo il crollo dei rendimenti obbligazionari, il consulente non è più stato considerato un semplice fornitore di prodotti finanziari standardizzati, ma aiutava anche i clienti nella gestione dei risparmi, attraverso la fornitura di strumenti adatti ai loro bisogni<sup>31</sup>.

---

<sup>30</sup> Jonathan Figoli (2008), *Il concetto di consulenza finanziaria, Professione finanza*.

<sup>31</sup> Shiller R.J (2000), *Euforia irrazionale. Analisi dei boom di borsa*, Il Mulino, Bologna.



Nel corso degli anni è cambiata, altresì, l'offerta dei prodotti finanziari, che inizialmente è stata caratterizzata da elementarità e standardizzazione e, in seguito, è diventata un'offerta sempre più complessa e variegata, che ha spinto l'investitore a cercare una figura specializzata, che lo supportasse nella scelta dei prodotti finanziari.

Il cambiamento del contesto di riferimento e delle caratteristiche dell'offerta degli strumenti finanziari, ha portato sia alla valorizzazione del ruolo del consulente, sia alla nascita di una nuova figura di consulenza. Oltre al consulente interno, dipendente della banca, che fornisce al cliente una consulenza compresa tra i servizi forniti dall'ente bancario, nasce la figura del consulente indipendente, che lavora in maniera autonoma, svincolato dagli enti bancari.

La nascita di questa nuova figura di consulenza è stata, inoltre, incentivata dallo sviluppo della normativa riguardante la consulenza, in particolare, è stata una conseguenza dell'emanazione del decreto legislativo 415/1996 Eurosim<sup>32</sup>.

## 2.3 I FATTORI CHE HANNO DETERMINATO LO SVILUPPO DELLA CONSULENZA FINANZIARIA

Lo sviluppo della consulenza finanziaria è stato determinato da diversi elementi, tra cui i bisogni dei risparmiatori, la globalizzazione, l'informazione finanziaria, l'innovazione tecnologica (con la nascita dei robo-advisor) e la normativa.

Lo studio e l'interpretazione di questi fattori è essenziale per capire quali sono gli elementi che caratterizzano la consulenza finanziaria e che influiscono di conseguenza sul rapporto tra consulente e investitore.

*I bisogni dei risparmiatori*, nel corso degli anni, hanno subito dei mutamenti dovuti all'evoluzione del contesto di riferimento. Come descritto nel paragrafo precedente, l'evento che ha causato la svolta in termini di cambiamento, è stata la crisi finanziaria degli anni '90, con il conseguente crollo dei rendimenti dei titoli obbligazionari.

Prima degli anni '80, le banche di deposito erano viste come il principale, se non l'unico, intermediario finanziario. Il risparmiatore era pienamente soddisfatto dell'offerta di strumenti finanziari rivoltagli dalle banche, in quanto i suoi bisogni finanziari erano ancora elementari.

---

<sup>32</sup> COFIP (Associazione consulenti finanziari professionisti), *La consulenza finanziaria*, pp 1-6

La domanda che gli investitori rivolgevano alle banche era stata caratterizzata da strumenti che permettevano di ottenere rendimenti di breve periodo, come i titoli di stato (BOT, CCT, BTP). Tali strumenti, essendo di facile comprensione, consentivano al risparmiatore di non ricorrere alla figura di un professionista per la loro interpretazione; così, il consulente era considerato un semplice venditore di prodotti finanziari.

A seguito della crisi finanziaria degli anni '90, i bisogni e di conseguenza la domanda di strumenti finanziari, hanno subito un cambiamento. Con il crollo dei rendimenti dei titoli obbligazionari, gli investitori non sono stati più soddisfatti dall'offerta dei soli titoli di stato, perciò hanno richiesto alle banche degli strumenti finanziari diversi, caratterizzati da una maggior complessità.

I risparmiatori, dunque, non solo hanno sentito il bisogno di scegliere tra una più vasta gamma di strumenti finanziari sempre meno standardizzati, ma hanno anche cercato una guida per la comprensione di questi prodotti finanziari, rivolgendosi alla figura del consulente.

Il centro BNL/Einaudi ha prodotto dei rapporti per dimostrare il cambiamento dei bisogni degli investitori. Nel 1996 ha contato che il 52,4% dei risparmiatori raccoglieva le informazioni, per la scelta degli strumenti finanziari, dalla banca. Nel 2000 la percentuale è diminuita al 43%, con una variazione di -17,94%. Questi risultati implicano che molti investitori, con il passare del tempo, hanno preferito rivolgersi a dei professionisti indipendenti, piuttosto che alle banche. Nel 1996, infatti, si registravano solo il 12% dei risparmiatori che si rivolgevano alle banche per reperire informazioni finanziarie, nel 2000 tale percentuale è salita al 16%, con una variazione di +33,33%.

La trasformazione dei bisogni dei risparmiatori, dunque, ha favorito lo sviluppo di nuovi tipi di consulenza, come quella del consulente indipendente, ma ha anche valorizzato la sua attività, attribuendogli un ruolo di maggior importanza. Infatti, il consulente, da semplice venditore di prodotti finanziari, è diventato una vera e propria guida per la gestione dei risparmi dei suoi clienti.

**La globalizzazione finanziaria** è stata favorita dalla liberalizzazione del commercio mondiale e ha comportato conseguenze positive in ambito finanziario.

Prima della libera circolazione dei capitali si parlava di protezionismo, che sottoponeva i mercati a dure barriere restrittive, per la loro difesa dagli altri mercati, in modo che le merci e i capitali non potessero circolare liberamente.

Per ottenere l'efficienza finanziaria, era necessario abbattere queste barriere. Già negli anni '60, con la nascita dell'Euromercato, ovvero *l'insieme delle transazioni aventi per oggetto divise, obbligazioni e altri strumenti finanziari di norma espressi in una valuta diversa da quella circolante nel paese di emissione*<sup>33</sup>, è stato possibile per le banche ricevere in deposito e dare in credito denaro in valuta diversa da quella del paese di appartenenza. Inoltre, a seguito di altri eventi, quali il crollo del sistema a cambi fissi, avvenuto nel 1972, e la creazione della moneta unica, nel 1999, si è giunti alla liberalizzazione dei mercati.

La globalizzazione, dunque, ha contribuito allo sviluppo dell'efficienza finanziaria, in quanto ha favorito una maggior concorrenza e competitività nei mercati finanziari, riducendo i costi di intermediazione, aumentando il flusso di informazioni e permettendo una migliore allocazione delle risorse finanziarie.

**L'informazione finanziaria** è un altro aspetto che ha contribuito a favorire lo sviluppo della consulenza finanziaria. La diffusione di informazioni finanziarie, infatti, ha permesso di espandere le nozioni di finanza, accrescendo la cultura finanziaria tra gli agenti di consulenza e tra i risparmiatori.

I media sono gli strumenti principali con i quali le informazioni vengono trasferite e rese pubbliche. Prima della loro nascita, gli investitori sono stati contrassegnati da una maggiore incertezza per quanto riguarda la comprensione, la conoscenza e l'andamento di mercato degli strumenti finanziari. La diffusione di programmi televisivi sulla finanza, di promozioni sui finanziamenti/investimenti, e di sezioni di giornale dedicate alla materia, ha aiutato i risparmiatori e i debitori a comprendere le caratteristiche degli strumenti finanziari, facilitandone l'allocazione sul mercato.

La diffusione delle informazioni ha permesso, inoltre, alle banche e ai consulenti indipendenti, di farsi conoscere sul mercato, attraverso le attività di promozione.

Con l'avvento di internet è molto più facile per i risparmiatori ricercare dei profili di consulenza idonei a soddisfare i loro bisogni, infatti, spesso le banche e le società di consulenza possiedono un proprio sito internet con la descrizione dei servizi che possono offrire ai loro clienti.

Inoltre internet, ha reso possibile a tutti seguire personalmente in tempo reale ogni notizia economico-finanziaria.

---

<sup>33</sup> Dizionario di italiano Treccani.

E' stata *l'innovazione tecnologica* che ha reso possibile la diffusione pubblica delle notizie in tempo reale, e ha permesso, inoltre, la creazione di software informatici che aiutano gli investitori nelle loro scelte di investimento<sup>34</sup>.

Nel 1999, in Italia, con il "*Nuovo Regolamento Consob di attuazione del Testo Unico dei mercati finanziari*", è nato il trading on-line, ovvero un servizio che consente all'investitore di svolgere on-line l'attività di compravendita dei prodotti finanziari.

Il vantaggio, per l'investitore, di servirsi di questo tipo di attività, consiste nella riduzione dei costi di commissione e nella maggior disponibilità delle informazioni inerenti gli andamenti di mercato degli strumenti finanziari.

L'innovazione tecnologica è stata, dunque, di gran supporto all'investitore, aiutandolo nel reperimento delle informazioni utili per effettuare le scelte d'investimento. Allo stesso tempo, però, la creazione di strumenti informatici ad alto potenziale informativo, potrebbero rappresentare una minaccia per la figura del consulente.

Un argomento molto discusso, negli ultimi tempi, in materia finanziaria, è quello dei **robo-advisors**, ovvero dei consulenti finanziari virtuali che svolgono servizi di consulenza agli investitori. I vantaggi competitivi offerti da questi robot sono la semplicità di utilizzo e il prezzo, che risulta essere inferiore rispetto al servizio di consulenza tradizionale.

I *robo-advisor* fanno parte del settore *Fintech*, che rappresenta la tecnologia applicata ai servizi finanziari, in cui si sta investendo sempre di più, e che in Italia ha registrato nel 2014, sette milioni investiti, con prospettive di crescita per il 2015, anche se rispetto ad altri paesi europei, come Gran Bretagna, Germania, Francia, Irlanda e Russia, ha investito meno<sup>35</sup>.

Questi consulenti finanziari virtuali formano *l'asset allocation* tramite un algoritmo che calcola il peso delle singole componenti in base al profilo di rischio dell'investitore; il portafoglio viene riallocato automaticamente in base all'andamento dei mercati, a fronte di una commissione annua compresa tra lo 0,25% e l'1,25% del patrimonio iniziale.

In Italia il più importante *robo-advisor* è MoneyFarm, nato nel 2011 come società di intermediazione mobiliare. E' sottoposto alla vigilanza della Consob e di Bankitalia e svolge l'attività di consulenza finanziaria online in modo indipendente.

---

<sup>34</sup> Stefano M.Masullo, Massimiliano Romano (2002), Il consulente di investimento, FAG, Milano, pp 27-36.

<sup>35</sup> Andrea Greco (30 dicembre 2014), *Record di investimenti in tecnologia e finanza: il futuro è dei consulenti robot*, Rivista di Economia & Finanza.

Esso propone ai suoi clienti sei portafogli modello composti da Etf. Il servizio prevede un costo a parcella, ad esempio, l'abbonamento base costa 150 euro all'anno per un investimento minimo di 10.000. Questo servizio di consulenza online, dunque, procede definendo, innanzitutto, gli obiettivi d'investimento del cliente, sceglie poi, il portafoglio più adatto a lui tra i sei disponibili, e infine fornisce all'investitore informazioni sui titoli da acquistare. Ogni due mesi circa, il cliente/investitore riceverà un aggiornamento via mail su come riallocare il portafoglio<sup>36</sup>.

Questa nuova tecnologia si è sviluppata e affermata negli Usa. Oggi, *Betterment* e *Wealthfront*, che sono i principali *robo-advisor* statunitensi, gestiscono un miliardo di dollari. E' prevista un'evoluzione anche in Italia, dove per MoneyFarm si registrano oltre duemila abbonati (il doppio rispetto al 2014). Tali previsioni derivano dall'innovazione portata dai *robo-advisor*, che si presentano come un'alternativa alla consulenza finanziaria tradizionale, per cercare di andare oltre ai suoi limiti<sup>37</sup>.

Gli investitori che non vogliono gestire i risparmi da soli possono richiedere aiuto ad un consulente o un *private banker*, con il limite che questi soggetti, gestendo elevate somme, applicano commissioni di gestione elevate, che difficilmente i piccoli risparmiatori possono sostenere. Oppure, se chi investe non ha il tempo e le capacità di gestire da sé il proprio denaro, ha la possibilità di rivolgersi ad un promotore o un consulente appartenente alla sua banca, con il limite che questa figura potrebbe guidare l'investitore verso gli interessi della banca.

I robo-advisor nascono in risposta a questi limiti per soddisfare le esigenze dei risparmiatori, offrendo un servizio di consulenza on-line attraverso strumenti informatici gestiti da un gruppo di esperti in materia finanziaria. Questi servizi automatizzati si rivolgono anche ai piccoli risparmiatori, poiché permettono l'applicazione di basse commissioni di gestione. Inoltre, tali strumenti, non possono essere in conflitto di interessi con i propri clienti, essendo remunerata esclusivamente dal cliente.

Lo svantaggio dei *robo-advisor* è che anche offrendo più varianti di portafoglio, non costituiranno mai portafogli personalizzati come quelli proposti dalla consulenza tradizionale. Si tratta, dunque, di una scoperta innovativa, che deve essere, però, valutata per ogni specifico caso, relativamente alle caratteristiche dell'investimento,

---

<sup>36</sup> Gadda Pieremilio (23 Marzo 2015), *Consulenza: La guerra dei robot, costi bassi e ricette razionali*, Corriere della Sera.

<sup>37</sup> <http://www.wilditaly.net/i-robo-advisor-rivoluzionano-la-consulenza-finanziaria-21458/>

come ad esempio le conoscenze finanziarie dell'investitore, il tempo da dedicare all'investimento e l'entità del portafoglio da gestire<sup>38</sup>.

Un altro fattore che ha influenzato l'evoluzione dell'attività della consulenza finanziaria è stato il cambiamento della *normativa* in materia finanziaria. Questo aspetto è di particolare importanza, perché ha permesso la nascita della figura del consulente indipendente, e nel paragrafo successivo verranno descritti i passaggi essenziali per comprendere i cambiamenti in ambito della consulenza finanziaria.

## 2.4 LO SVILUPPO DELLA NORMATIVA IN AMBITO FINANZIARIO

La normativa riguardante la materia della consulenza finanziaria ha contribuito all'evoluzione di questa attività, favorendo la creazione di nuove figure di consulente finanziario.

Inizialmente è stata definita un'attività di intermediazione mobiliare, ovvero un servizio che poteva esser svolto solo da alcuni agenti; in seguito ha assunto i connotati di servizio accessorio, che qualsiasi operatore era libero di esercitare, ed infine è tornata ad essere considerata un'attività riservata solo a pochi operatori e classificata come servizio di investimento.

Tali passaggi sono stati presentati nei diversi decreti legislativi, che costituiscono le tappe dell'evoluzione normativa in materia finanziaria.

La prima norma che ha introdotto la consulenza finanziaria in Italia è stata la **legge n.1 del 2 gennaio 1991**, che ha introdotto la disciplina dell'intermediazione mobiliare, definendo quali sono le attività ricollegabili ad essa. Tra queste attività, è stata inserita anche la consulenza, che la norma caratterizza in due diversi tipi: la consulenza in materia di valori mobiliari e la consulenza in materia di struttura finanziaria.

La prima è la consulenza sugli investimenti, e consiste in un'attività di intermediazione mobiliare propria delle SIM (Società di Intermediazione Mobiliare), delle banche e degli agenti di cambio e per poter essere esercitata richiede un'autorizzazione.

La seconda si riferisce alla finanza aziendale, la quale essendo caratterizzata come servizio accessorio, non necessita di alcuna registrazione per il suo esercizio<sup>39</sup>.

---

<sup>38</sup> <http://blog.moneyfarm.com/finanza-personale/la-diffusione-dei- robo- advisor>

Con il recepimento, da parte del **Decreto Legislativo 415/96 EUROSIM** del 1996, della **Direttiva Europea 93/22/CEE** del 10 maggio 1993, la consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari non viene più considerata un servizio di investimento riservato agli operatori con apposita autorizzazione, ma viene definita un servizio accessorio esercitabile senza alcuna registrazione, sia per gli intermediari, che per i soggetti diversi da essi.

Il legislatore nel Decreto Eurosime definisce due categorie di attività distinte: quelle che appartengono ai servizi di investimento e quelle che appartengono ai servizi accessori, inserendo tra queste ultime la consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari, che non costituisce più oggetto di riserva a favore delle banche e delle imprese di investimento.

Tale Decreto, oltre ad aver reso possibile l'esercizio dell'attività di consulenza senza alcuna autorizzazione, ha escluso dalle attività di intermediazione mobiliare, la consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari, con la conseguenza che quest'ultima non basterà più a qualificare come SIM una società che svolge esclusivamente tale servizio di consulenza.

Le due figure di consulenti che si sono create a seguito di questa normativa sono:

- I. gli intermediari abilitati dalla legge a prestare servizi di investimento, ma comunque autorizzati a svolgere l'attività di consulenza come servizio accessorio, con l'obbligo di tenere separate le due attività.
- II. i soggetti autonomi che svolgono l'attività di consulenza privatamente, in forma individuale o societaria, senza essere controllati da autorità superiori.

Un altro aspetto normativo caratterizzante la consulenza finanziaria è introdotto dall'entrata in vigore della **Direttiva 2004/39/C, MiFID "Markets in Financial Instruments Directive"**, ed in seguito con il recepimento del **Testo Unico della Finanza TUF**, che hanno caratterizzato un'inversione di tendenza, secondo cui, l'attività di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari, è tornata ad essere nuovamente considerata come un servizio e un'attività di investimento.

L'articolo 1, comma 1, del TUF riconduce, perciò, la consulenza in materia di investimenti, nei servizi e nelle attività di investimento, imponendo così l'obbligo di un'autorizzazione per il suo svolgimento a titolo professionale.

---

<sup>39</sup> <http://www.cofip.pro/consulenza-e-professionisti/>

La direttiva MiFID, nell'articolo 4, individua, inoltre, una definizione di servizio, descrivendolo come:

*"la prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'intermediario, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente e è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione"<sup>40</sup>.*

Secondo questa normativa, dunque, le figure che possono esercitare il servizio di consulenza sono:

- I. gli intermediari autorizzati
- II. le persone fisiche, purché siano iscritte nell'Albo dei consulenti finanziari, aspetto che dimostra la loro indipendenza.

L'obiettivo dell'emanazione delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria da parte del TU, è stato quello di pervenire ad una disciplina organica e completa del mercato. La Direttiva MiFID, così, dall'1 novembre 2007, ha uniformato a livello europeo i servizi ed i prodotti appartenenti al mercato finanziario, per tutelare gli investitori ed offrire loro una maggior trasparenza nelle informazioni e nella comunicazione finanziaria.

Infine anche la **Commissione Nazionale per la Società e la Borsa (CONSOB)**, è intervenuta in materia di consulenza finanziaria, con delle comunicazioni rivolte ai professionisti operanti nel settore, stabilendo che il compito del consulente finanziario è quello di fornire ai clienti direttive utili per poter effettuare le scelte in materia di investimenti e di guidarli verso operazione finanziarie adatte alle loro situazioni economiche ed ai loro obiettivi (CONSOB)<sup>41</sup>.

---

<sup>40</sup> Normativa MiFID

<sup>41</sup> Stefano M. Masullo, Massimiliano Romano (2002), Il consulente di investimento, FAG, Milano, pp 33-36



## 2.5 I DIVERSI TIPI DI CONSULENZA FINANZIARIA

Secondo quanto descritto dall'articolo 4 della Direttiva 2004/39/CE (MiFID), la consulenza in materia di investimenti è una materia ampia ed eterogenea che coinvolge un gran numero di attività che hanno la finalità di supportare l'investitore.

Le aree di intervento di questa disciplina sono, perciò, molte e si distinguono principalmente nelle due macroaree *corporate* e investitori privati, che al loro interno si suddividono in altri sottotipi.

L'area *corporate* è composta dalla finanza ordinaria, dalla finanza straordinaria e dalla comunicazione finanziaria, mentre l'area investitori privati è composta dalla consulenza tradizionale, dalla pseudo-consulenza e dalla consulenza pura, che identificano due tipologie di consulenti: quello dipendente che lavora per un ente bancario e quello indipendente.

### 2.5.1 LA CONSULENZA CORPORATE

La macroarea di consulenza *corporate* si distingue nelle seguenti sottocategorie:

- I. la finanza ordinaria, che si occupa sia della struttura finanziaria attiva dell'impresa, che di quella passiva. Coinvolge le seguenti attività: valutazioni economico-finanziarie di piani di investimento, gestione di politiche aziendali per l'aumento del circolante netto operativo, ristrutturazione del debito, reperimento di fonti di finanziamento etc;
- II. la finanza straordinaria, che si occupa delle operazioni straordinarie dell'impresa, come le fusioni, le scissioni, le acquisizioni e le cessioni d'azienda, delle attività di ristrutturazione e rilancio dell'impresa, di partecipazioni azionarie etc;
- III. la comunicazione finanziaria, che fornisce all'impresa le indicazioni per costruire una credibilità strategica e reddituale, che permette la gestione dell'immagine aziendale.

**La finanza ordinaria** aiuta le imprese a risolvere i problemi organizzativi, finanziari e strategici che possono verificarsi nello svolgimento della loro attività. I problemi in cui possono incorrere le imprese, durante il loro ciclo di vita, sono molteplici, e le

problematiche relative alla struttura finanziaria, di cui si occupa la finanza ordinaria, sono di estrema importanza per lo sviluppo dell'attività aziendale.

Le imprese, per perdurare nel tempo, necessitano di risorse finanziarie consentono loro di svolgere e incrementare l'attività, di ridurre le passività e di effettuare nuovi investimenti. Le imprese, inoltre, hanno bisogno di una pianificazione dei fabbisogni finanziari e di una previsione temporale sul rimborso degli investimenti effettuati, per poter gestire le risorse, organizzare l'attività e capire quali sono le strategie aziendali da adottare.

L'equilibrio tra entrate e uscite di cassa consente all'impresa di ottenere una certa stabilità e di raggiungere l'obiettivo della creazione di valore. Tale equilibrio deve essere monitorato nel tempo, soprattutto quando in azienda si effettuano nuovi investimenti o si verificano dei cambiamenti gestionali.

Le principali fonti di copertura dei fabbisogni dell'impresa sono: l'autofinanziamento, ovvero la liquidità generata dall'impresa, il capitale di rischio, che rappresenta le risorse chieste ai soci o a terzi soggetti tramite strumenti finanziari, e il capitale di debito, che rappresenta le risorse richieste alla banca oppure ai soci o ai terzi tramite strumenti di debito.

L'impresa, oltre ad avere bisogno di fondi di copertura per far fronte ai suoi fabbisogni, può anche avere il bisogno di collocare sul mercato le risorse in eccesso, che richiedono l'applicazione di politiche finanziarie di investimento coerenti alle sue esigenze.

Il consulente, in virtù di queste problematiche a cui deve far fronte l'impresa, si pone i seguenti obiettivi:

- la pianificazione dei fabbisogni di cui necessita l'impresa durante il suo ciclo di vita,
- la ricerca delle fonti di finanziamento per l'impresa e la fornitura di direttive per intraprendere i rapporti con i finanziatori,
- la redazione di piani finanziari per lo sviluppo di progetti di investimento
- la redazione di piani di ristrutturazione del debito
- un controllo costante della situazione economico-finanziaria dell'impresa.

**La finanza straordinaria** si occupa delle operazioni straordinarie delle imprese, che in un contesto sempre più globalizzato, caratterizzato da cambiamenti tecnologici, ambientali e normativi, sono necessarie per cogliere le opportunità di sviluppo offerte dal mercato.

Le fusioni, le acquisizioni, le scissioni e le cessioni d'azienda, si presentano come delle leve competitive importanti per ottenere il successo, e sono spinte da motivazioni come lo sviluppo di sinergie, lo sfruttamento di economie di scala, l'aumento della quota di mercato, il potenziamento della competitività etc.

Il compito del consulente, in questi casi, è quello analizzare le determinanti finanziarie dell'operazione che l'impresa vuole porre in essere, per comprendere quali siano le sinergie o i vantaggi realizzabili, e quali siano le conseguenze negative che si potrebbero verificare. Il consulente dovrà, dunque, supportare il *management*, stabilire degli obiettivi realizzabili, scegliere delle strategie idonee al loro raggiungimento, pianificare l'utilizzo delle risorse finanziarie dell'impresa e stabilire un piano di formazione delle risorse umane affinché partecipino attivamente all'operazione.

Inoltre, è opportuno, in questi casi, che il consulente sia capace di collaborare con altre figure, quali avvocati, commercialisti ed eventualmente altri tecnici, che devono essere coinvolte per la buona riuscita dell'operazione<sup>42</sup>.

**La comunicazione finanziaria** rappresenta uno strumento essenziale per lo sviluppo competitivo dell'impresa, che le permette di gestire la sua immagine e le consente di creare valore.

Negli attuali sistemi finanziari, caratterizzati da una consistente diffusione della proprietà dei capitali delle imprese, la comunicazione finanziaria contribuisce a migliorare l'efficienza del mercato e a soddisfare i bisogni informativi della comunità finanziaria. Questo tipo di consulenza *corporate* offre all'impresa diversi vantaggi, come ad esempio, rafforzare la sua credibilità, diffondere la sua conoscenza, instaurare un rapporto solido e continuativo con i suoi investitori e ricevere risorse finanziarie.

L'impresa, quindi, attraverso campagne pubblicitarie, pubblicazioni e annunci fornisce al pubblico di suo interesse tutti i dati e le informazioni delle sue capacità economico-aziendali, con l'obiettivo di rafforzare il suo rapporto con il sistema finanziario.

Il consulente dovrà capire qual è il peso dell'immagine dell'impresa sulla stampa, individuare i punti deboli e prevedere gli spostamenti di interesse e di giudizio dei mezzi di informazione su temi rilevanti per l'azienda<sup>43</sup>.

---

<sup>42</sup> M. Masullo (2005), Borsa Valori, finanza d'impresa, strumenti e strategie di investimento, pp 36-47

<sup>43</sup> [www.aiaf.it/.../Comunicazione%20finanziaria\\_studio%20aiaf-pwc%](http://www.aiaf.it/.../Comunicazione%20finanziaria_studio%20aiaf-pwc%)

## 2.5.2 LA CONSULENZA AGLI INVESTITORI PRIVATI

La macroarea della consulenza agli investitori privati permette a questi ultimi di ricevere supporto in un mercato finanziario che si presenta sempre più ricco e variegato di strumenti di investimento.

Tale consulenza rivolta agli investitori privati si distingue in tre diversi tipi: quella tradizionale, la pseudo-consulenza, e quella pura, riflettono l'evoluzione dell'attività della consulenza finanziaria e la crescita del ruolo del consulente.

Inoltre, si identificano due diverse categorie di consulenti: quelli legati agli istituti bancari e quelli che lavorano in modo indipendente.

**La consulenza tradizionale** consiste esclusivamente nella semplice attività di vendita dei prodotti finanziari. Tale servizio, prima degli anni '90 ha avuto successo, mentre, oggi non è più sufficiente per la creazione di valore, in quanto l'investitore ha bisogno di una figura che lo consigli e lo supporti nelle scelte di investimento. Questo tipo di consulenza, perciò, si riferisce alla figura del vecchio operatore bancario o *promotore finanziario* il cui compito era la *vendita di prodotti finanziari* standardizzati, adottando la stessa tecnica di vendita verso tutti i clienti<sup>44</sup>.

**La pseudo-consulenza** (o consulenza base) è una via di mezzo tra la consulenza tradizionale e quella pura; perciò non si tratta più della sola vendita di prodotti finanziari, ma di un servizio di consulenza per gli investitori, finalizzato alla comprensione degli strumenti più adatti ai propri bisogni e alla formulazione di soluzioni di investimento base.

La pseudo-consulenza si riferisce sempre alla figura del *promotore finanziario*, che contrariamente a quello tradizionale, offre un servizio di *consulenza base* in aggiunta alla vendita di prodotti finanziari, rimanendo sempre vincolato alle direttive dell'ente per cui lavora.

**La consulenza pura** rappresenta il tipo di consulenza più evoluto, e si riferisce ad un vero e proprio consulente professionista, capace di formulare proposte di investimento sulla totale offerta degli strumenti finanziari appartenenti al mercato e di supportare il cliente nelle scelte di investimento.

---

<sup>44</sup> Stefano M. Masullo, Massimiliano Romano (2002), Il consulente di investimento, FAG, Milano, pp 33-36

La consulenza pura si riferisce a due tipi di figure: quella del *consulente dipendente* della banca che offre un servizio di *consulenza avanzata* e quella del *consulente indipendente* che lavora in maniera autonoma.

Dunque, ci sono due categorie diverse di soggetti che possono offrire il servizio di consulenza: coloro che lavorano per le banche, che sono i promotori finanziari (o consulenti dipendenti), e coloro che lavorano autonomamente, ovvero i consulenti indipendenti.

Anche **la consulenza bancaria** ha subito un'evoluzione rispetto al passato. Prima del crollo dei rendimenti obbligazionari negli anni '90, le banche offrivano consulenza tradizionale, che non richiedeva particolari tipi di conoscenze da parte dei promotori finanziari, se non quelle relative ai prodotti finanziari standard, che gli stessi avevano il compito di collocare sul mercato. Con il cambiamento della domanda dei prodotti finanziari da parte degli investitori, la consulenza bancaria si è trovata costretta a rivedere il servizio offerto ai clienti, integrando la vendita dei prodotti finanziari con la fornitura di pareri e consigli agli investitori, verso la strada della pseudoconsulenza.

Gli investitori sono diventati, nel tempo, sempre più informati ed esigenti rispetto all'offerta del mercato finanziario e, di conseguenza, per rispondere a questi nuovi bisogni, sono nate nuove tipologie di strumenti finanziari, sempre più differenziate e difficili nel loro utilizzo. Per questo motivo il sistema bancario ha dovuto mettere in pratica il servizio di consulenza avanzata, che riguarda gli investimenti più sofisticati, allontanandosi dalla forma di consulenza standard, in quanto sempre più orientata alla soddisfazione dei bisogni specifici di ogni investitore e alla loro fidelizzazione.

Il consulente bancario deve, perciò, possedere un'approfondita conoscenza degli strumenti finanziari sul mercato, saperli analizzare e confrontare, per consigliare agli investitori quelli più adatti ai loro bisogni.

**La consulenza indipendente** è nata in seguito allo sviluppo della normativa in ambito finanziario, in particolare grazie alla direttiva MiFID, che ha portato l'attività di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari a essere di nuovo considerata come un servizio e un'attività di investimento, permettendone la pratica a chiunque, sia persona fisica che giuridica.

In realtà, è vero che secondo tale direttiva l'attività di consulenza è praticabile da chiunque, anche da chi non ha esperienza, ma non risulta affatto agevole perché, se il soggetto che presta consulenza non ha l'esperienza e la professionalità, è facile che cada nelle sanzioni penali che tutelano l'investitore.

La figura del consulente indipendente si discosta da quella del promotore finanziario, in quanto si tratta di un soggetto autonomo, che viene remunerato direttamente dagli investitori a cui presta servizio, a differenza di quanto avviene per il promotore finanziario, che riceve in pagamento dalla banca per cui lavora le provvigioni sugli strumenti finanziari venduti.

Tale aspetto è una novità per l'investitore: se quest'ultimo si rivolge a un consulente indipendente dovrà pagare un servizio che, invece, con il promotore finanziario, aveva gratuitamente compreso, con il pagamento dei servizi bancari.

Il risparmiatore, che si rivolge ad un professionista indipendente, ha lo svantaggio di pagare un costo aggiuntivo, rispetto a quando pagato per un servizio di consulenza dipendente, soprattutto se si tratta di un piccolo investitore, ma ha il vantaggio di ricevere dei pareri svincolati dall'interesse delle banche, per cui lavorano i consulenti dipendenti.

Il consulente indipendente utilizza, infatti, un approccio *fee only*, che gli consente di essere libero da qualsiasi tipo di conflitto di interesse con il cliente e ottenere una maggior fiducia da quest'ultimo. Invece, il promotore finanziario, essendo remunerato dalla banca in relazione alle vendite ottenute, sarà incentivato a promuovere i prodotti finanziari della propria banca e a fornire consigli ai clienti, a volte inappropriati, pur di concludere le trattative (anche se le banche sono fornite di appositi meccanismi di vigilanza per tutelare i loro clienti)<sup>45</sup>.

La consulenza *fee only* in Italia è ancora poco diffusa, infatti, solo il 2% delle famiglie italiane, secondo i dati della Relazione della Consob sulla tutela dell'investitore (2014), si rivolge ai consulenti indipendenti, mentre il 25% di loro predilige le figure di consulente dipendente di un ente bancario, il resto non si rivolgono a una figura professionale per le decisioni di investimento (70% circa).

---

<sup>45</sup> Stefano M. Masullo, Massimiliano Romano (2002), Il consulente di investimento, pp 39-54

## 2.6 IL RUOLO E LE COMPETENZE DEL CONSULENTE D'INVESTIMENTO

Per la comprensione del *ruolo* del consulente finanziario, consolidato dall'evoluzione dell'attività di consulenza, è utile analizzare le caratteristiche della sua attività, gli obiettivi e le richieste da parte dei suoi clienti.

L'attività del consulente si fonda su un'ampia materia e si prefigge l'obiettivo di soddisfare le esigenze degli investitori, che si rivolgono ad esso essenzialmente per due motivi:

- I. massimizzare i risultati dei loro investimenti, attraverso la creazione di portafogli con il minimo rischio e il massimo rendimento possibile.
- II. effettuare investimenti adatti ai propri bisogni, più personalizzati possibili.

Il primo obiettivo può essere realizzato attraverso due tipi di attività: lo *stock picking* e il *market timing*.

Lo *stock picking* consiste nell'individuazione degli strumenti finanziari sopravvalutati, che hanno un prezzo maggiore a quello di mercato, e quelli sottovalutati, che al contrario, hanno un prezzo inferiore. I titoli sottovalutati sono quelli che permettono di ottenere dei rendimenti e che devono essere acquistati, mentre i titoli sopravvalutati dovranno essere venduti. Si tratta di capire il trend degli strumenti finanziari, per cogliere il momento ideale per la compravendita dei prodotti finanziari nel mercato.

Il *market timing* si focalizza sulle previsioni future degli andamenti di mercato, in modo da anticipare le tendenze e acquistare i titoli che presentano prospettive di rendimento positive, e vendere quelli le cui previsioni non sono favorevoli.

Per il raggiungimento del secondo obiettivo, è indispensabile che il consulente, oltre a conoscere il mercato, sappia anche quali sono le caratteristiche del cliente e quali sono i suoi bisogni. Tali presupposti richiedono delle specifiche competenze da parte del consulente, visti e considerati i continui bisogni espressi dei risparmiatori<sup>46</sup>.

Nei paragrafi precedenti, si è visto che, con il passare del tempo, la figura del consulente è diventata sempre più importante per gli individui investitori e ha assunto i connotati di una vera e propria guida, che si prefigge l'obiettivo di indirizzare i risparmiatori verso soluzioni adatte alle loro esigenze.

---

<sup>46</sup> Rigoni Ugo (2006). "Finanza comportamentale e gestione del risparmio". Giappichelli, Torino, pp 140-141

Gli individui che fanno affidamento ai consulenti finanziari, per intraprendere le decisioni di investimento, ripongono delle aspettative su questa figura, in termini di affidabilità, capacità e competenze. Si aspettano, dunque, di essere guidati da dei professionisti che non solo conoscono i mercati finanziari, ma che hanno anche le capacità di interpretarli, per poter prevedere i possibili trend degli strumenti finanziari.

Un buon consulente, perciò, deve possedere delle specifiche competenze per poter indirizzare i suoi clienti verso soluzioni di portafoglio ottimali e deve migliorarle nel corso del tempo, attraverso aggiornamenti continui. Inoltre, è necessario che tali competenze siano percepite dal cliente, il quale deve riporre nel consulente un certo grado di fiducia. Solo così il consulente riuscirà a rispondere in modo efficace agli incessanti bisogni degli investitori e ad assumere una posizione competitiva rispetto ai concorrenti presenti sul mercato.

**Le competenze** di cui deve munirsi un consulente di investimento, per lo svolgimento della sua attività, sono di vario tipo: organizzative, tecniche e commerciali.

**Le competenze organizzative** rappresentano una componente essenziale per il consulente finanziario, ma anche per molti altri tipi di professione.

Il consulente deve definire a priori: i suoi obiettivi, i clienti a cui vuole rivolgersi, le offerte di investimento che intende proporre, le modalità di svolgimento della sua attività, il tipo di relazione che intende instaurare con i clienti, i prezzi per il suo servizio e tanti altri aspetti.

La programmazione di questi punti è indispensabile per il corretto funzionamento e la buona riuscita dell'attività di consulenza, che deve essere pianificata in modo strategico, attraverso lo studio di tutte le sue componenti.

Per pianificare la propria attività, il consulente deve innanzitutto stabilire quali siano i propri *obiettivi* che, a sua volta, riflettono i bisogni dei clienti da soddisfare. Tali bisogni, come è stato evidenziato in precedenza, consistono nella massimizzazione delle *performance* dei loro investimenti e nell'ottenimento di portafogli finanziari adatti alle loro esigenze.

Nella definizione degli obiettivi, il consulente d'investimento deve individuare *i clienti* ai quali intende rivolgersi.



Un'opportuna segmentazione della clientela è utile per capire il target: essa consiste nella suddivisione dei clienti per tipologia e viene effettuata partendo da una serie di caratteristiche, che li rendono diversi gli uni dagli altri. Nel caso degli investitori, l'aspetto più importante, che permette una divisione coerente, è l'entità del patrimonio da investire, ma potrebbero risultare utili anche altri elementi del cliente, come ad esempio, il profilo di rischio e i rendimenti attesi.

Un altro aspetto da analizzare è *il mercato* in cui si opera, per capire qual è il tasso di crescita dei segmenti ai quali ci si vuole rivolgere. L'analisi di mercato è utile, inoltre, per individuare i *competitor*, che rappresentano una minaccia per l'attività.

*I concorrenti*, per il consulente finanziario, sono gli altri consulenti d'investimento, i promotori e le banche, che offrono un servizio simile, orientato al soddisfacimento degli stessi bisogni degli investitori.

E' importante individuare i competitor, sia per capire quali sono le minacce presenti sul mercato, sia per poter creare *un'offerta* competitiva. Inoltre, il consulente può decidere in quale ambito specializzarsi, essendo l'attività di consulenza una materia molto ampia: maggiori sono le sue competenze tecniche su una determinata area di intervento, maggiore sarà la sua posizione competitiva.

La segmentazione del mercato e la scelta dei clienti a cui rivolgersi è importante per la definizione di un'offerta soddisfacente per gli investitori. Se ad esempio il consulente sceglie come target di clienti quelli con un patrimonio elevato, l'offerta che riserverà a loro non potrà essere la stessa anche per i piccoli investitori, che hanno un piccolo patrimonio e non possono, quindi, permettersi alti costi d'investimento.

Il consulente, inoltre, si deve preoccupare di promuovere la sua offerta, attraverso *i canali di vendita*. Tale attività di promozione può essere svolta attraverso l'utilizzo di diversi strumenti, come le telefonate, la distribuzione di depliant informativi, l'organizzazione di eventi e i media. L'uso di questi strumenti dipende molto dal tipo di consulente in questione, dalla tipologia di cliente a cui vuole rivolgersi e dalle risorse finanziarie a disposizione per l'attività promozionale.

I promotori finanziari, che lavorano per le banche, spesso usano il metodo delle telefonate per cercare nuovi clienti, mentre i consulenti indipendenti, le società di consulenza e le banche, che gestiscono patrimoni maggiori, sono solite utilizzare come

canali di distribuzione i media, i convegni o gli incontri formativi, attraverso i quali riescono ad avere una maggior visibilità<sup>47</sup>.

Infine, è indispensabile che il consulente costituisca un *piano finanziario*, che gli permetta di sviluppare un servizio a valore aggiunto e che gli consenta di far fronte agli impegni finanziari<sup>48</sup>.

**Le competenze tecniche**, invece sono aumentate in relazione all'evoluzione dell'attività della consulenza finanziaria, spiegata nel secondo paragrafo.

Questo tipo di competenze consistono nel saper analizzare i prodotti o i servizi proposti dagli enti bancari o dalle società di investimento, attraverso l'utilizzo di complicati strumenti operativi. Tali competenze devono essere aggiornate di continuo attraverso dei corsi di aggiornamento tenuti dalle società di formazione o di consulenza, soprattutto in un contesto globalizzato come quello di oggi.

**Le competenze commerciali** sono importanti nella fase di vendita delle soluzioni finanziarie, nella quale il consulente d'investimento entra in relazione con il cliente.

Esse si traducono nella capacità di relazionarsi con il cliente, di individuare le sue caratteristiche e i suoi bisogni, di trasmettere fiducia al cliente e di comunicare con esso. E' indispensabile che il cliente percepisca tali competenze nel consulente, per potersi fidare delle soluzioni che gli vengono proposte ed è necessario, inoltre, che il consulente si esprima nel modo più chiaro e semplice possibile per essere compreso.

Il consulente, per raggiungere con efficacia il suo obiettivo, ovvero la vendita di soluzioni finanziarie adatte alle esigenze dei clienti, deve rispettare alcuni passaggi durante *il processo di comunicazione*<sup>49</sup>.

Il primo passaggio è *la fase di conoscenza*, in cui il consulente deve fornire al cliente una sua presentazione, relativa alle sue competenze, ai suoi titoli professionali, all'ente per cui lavora (se non è un consulente indipendente) e a come è solito svolgere il lavoro.

Il secondo passaggio consiste nell'*individuazione dei bisogni del clienti*: in questa fase il consulente deve rivolgere al cliente delle opportune domande, che saranno d'aiuto per capire sia quali sono le esigenze espresse, sia i bisogni latenti in capo al cliente.

---

<sup>47</sup> S.M. Masullo (1997), "Marketing e Vendita nei servizi", FAG, Milano, pp 121-127

<sup>48</sup> S.M. Masullo (1997), "Marketing e Vendita nei servizi", FAG, Milano, pp 121-127

<sup>49</sup> S.M. Masullo, Massimiliano Romano (2002), *Il consulente di investimento*, FAG, Milano.

Il terzo passaggio è la presentazione di una prima *proposta* da parte del consulente. Tale proposta presenterà delle caratteristiche generali, appartenenti a più soluzioni di investimento e altre caratteristiche più specifiche, relative a quella determinata soluzione, costruita secondo i bisogni del cliente.

Il consulente, nella presentazione dell'offerta, deve focalizzarsi sull'esposizione delle caratteristiche specifiche e spiegarne i vantaggi rispetto alle possibili alternative di investimento.

Il quarto passaggio consiste nell'esposizione del *costo del servizio*, ovvero il prezzo applicato per il servizio di consulenza. Più il cliente percepisce i benefici espressi nel passaggio di presentazione della proposta, più sarà disposto a pagare per il servizio.

Il quinto passaggio è la *controproposta del cliente*, il quale può richiedere delle modifiche riguardo alla prima offerta del consulente. Non è sempre detto che ci sia questo passaggio, in quanto il cliente potrebbe essere subito d'accordo con il consulente.

Il sesto passaggio è la *fase conclusiva*, in cui consulente e investitore giungono ad un preciso accordo.

Ognuno di questi punti è determinante per ottenere una comunicazione efficace con il cliente e nel loro insieme descrivono come dovrebbe strutturarsi l'incontro tra consulente e cliente. Tali passaggi sono stati determinati pensando ad una relazione informale tra consulente ed investitore. Se, tra i due soggetti si è già instaurato un rapporto duraturo, basato sulla fiducia, il passaggio conoscitivo, ad esempio, non avrebbe senso.

Le competenze commerciali, inoltre, racchiudono al loro interno anche le competenze relazionali, poiché solo instaurando una buona comunicazione con il cliente, il consulente potrà vendergli i suoi servizi.

E' di fondamentale importanza, quindi, che durante il processo di comunicazione, il consulente sappia interpretare la psicologia dei suoi clienti, per riuscire a capire le loro esigenze, soprattutto quelle inesprese. La finanza comportamentale aiuta a tal proposito i consulenti, in quanto fornisce gli strumenti per capire la psicologia degli investitori<sup>50</sup>.

---

<sup>50</sup> M. Romano (2002), *La comunicazione del valore aggiunto*, dispensa Assoconsulenza

## 2.7 GLI ASPETTI CHE IL CONSULENTE DEVE CONSIDERARE SECONDO LA FINANZA COMPORTAMENTALE

### 2.7.1 LO STATUS DELL'INVESTITORE

Secondo l'euristica dell'ancoraggio descritta dalla finanza comportamentale, le aspettative dell'investitore sono ancorate a un punto di partenza iniziale, che può essere stabilito secondo l'obbiettivo da raggiungere in termini di rendimento, oppure secondo il livello di ricchezza appartenente all'investitore.

Contrariamente a quanto sostiene la finanza classica, secondo la quale più un individuo detiene ricchezza, più aumenterà la sua utilità (anche se l'utilità marginale è decrescente rispetto alla ricchezza), le aspettative dell'investitore, se ancorate ad un obbiettivo diverso, possono risultare non soddisfatte, anche con un livello di ricchezza maggiore rispetto a quello iniziale. Tale aspetto è legato alla definizione di *status*:

*"Il termine latino status indica la posizione di un individuo, di un gruppo o di una categoria di persone in una società, nonché il grado di potere, ricchezza e prestigio associato a tale posizione"<sup>51</sup>*

In riferimento alla figura dell'investitore, lo *status*, può rappresentare sia la sua posizione sociale, che indicare le sue ambizioni di ricchezza. Il risparmiatore sarà quindi soddisfatto se ha ottenuto dal suo investimento il valore che si era prefissato, oppure se ha ottenuto una ricchezza maggiore rispetto a quella degli altri.

---

<sup>51</sup> Dizionario di italiano Treccani

## ESEMPIO

"Un investitore decide di investire 30 milioni di dollari ricevuti in eredità dal padre. Il consulente gli propone un portafoglio con elevata diversificazione e contenuta variabilità dei rendimenti attesi. Nonostante le interessanti prospettive di guadagno offerte da tale proposta, l'investitore non è soddisfatto, poiché, i suoi fratelli, che hanno ottenuto in eredità la stessa somma, hanno ricevuto, da un altro consulente, una proposta migliore, che avrebbe garantito loro di conseguire una ricchezza maggiore."<sup>52</sup>

Questo esempio dimostra che l'investitore non sempre è soddisfatto degli investimenti, che gli consentono di ottenere una ricchezza maggiore rispetto a quella di partenza. Se il punto di partenza, a cui è ancorato l'investitore, è il paragone con la ricchezza di altri individui, allora, non basta che quest'ultima sia maggiore a quella iniziale, ma deve essere almeno pari a quella dei soggetti paragonati.

Se il benessere dell'investitore trae origine dal suo *status* sociale, è compito del consulente mantenere tale *status* e non metterlo in pericolo con soluzioni di investimento rischiose.

Per quanto possibile, inoltre, il consulente dovrebbe cercare di influenzare lo *status* del suo cliente. Se, ad esempio, il cliente è ancorato ad obiettivi di rendimento poco ragionevoli, il consulente deve essere convincente nel dimostrargli l'impossibilità di raggiungerli. Al contrario, se l'investitore aspira ad essere più ricco di altri soggetti, difficilmente il consulente può convincerlo a cambiare metro di paragone.

Il consulente, quindi, deve comprendere innanzitutto la psicologia del suo cliente, ricorrendo alle sue competenze commerciale e relazionali e, dopo aver individuato se è ancorato ad un determinato status e quali sono le ragioni che lo spingono ad esserlo, deve cercare di capire se è possibile influenzare le sue esigenze.

**La teoria motivazionista del rischio di Lopes** (1987) ritiene necessario l'intervento del consulente nei casi in cui l'investitore si dimostri contraddittorio nell'espressione dei suoi bisogni.

L'approccio motivazionista spiega che le scelte degli individui, tra diverse alternative rischiose, sono dettate da due principali motivazioni: quella di ottenere successo e quella di evitare il fallimento.

---

<sup>52</sup> Statman M. (2002). "Financial Physicians, in AIMR's Investment Counseling for Private Clients IV", 4, 5-11.

La teoria di Lopes si basa su due fattori, quello dispositivo, che stabilisce in che modo un soggetto si dispone davanti ad una scelta rischiosa, e quello contestuale, che definisce gli obiettivi dell'individuo, che dipendono dal suo contesto di riferimento.

Il fattore dispositivo dimostra che negli individui esiste sia un desiderio di sicurezza che un desiderio di potenziale. In termini di investimento, tali desideri sono in contraddizione, perché più un investimento è rischioso più sarà il suo potenziale rendimento. Il consulente, in queste situazioni di contraddizione, per tutelare lo *status* dell'investitore e quindi, garantirgli una certa ricchezza, deve ridurre la sicurezza dell'investimento<sup>53</sup>.

## 2.7.2 GLI ERRORI DI RAGIONAMENTO E DI PREFERENZA DEGLI INVESTITORI

Gli investitori, non riuscendo ad assumere un comportamento razionale a causa dei loro limiti cognitivi, sono portati a compiere delle scelte non ottimali.

Nel primo capitolo si è visto che a causa dei limiti cognitivi, gli investitori devono ricorrere alle euristiche, ovvero delle condotte operative, che servono per risolvere in modo semplice dei problemi complessi (Rumiati, 1990).

La semplificazione e la rielaborazione dei problemi porta i risparmiatori a commettere degli errori di ragionamento, che si riscontrano durante l'analisi preventiva di tutti i possibili esiti di un'alternativa, ovvero nella fase di editing del processo decisionale, descritta nella teoria del prospetto.

Gli investitori, inoltre, commettono anche degli errori di preferenza, descritti dalla funzione del valore della teoria del prospetto, che li inducono, ad esempio, ad essere avversi alle perdite o ad attribuire un peso maggiore agli eventi certi piuttosto che a quelli incerti, secondo la proprietà dell'effetto certezza.

Il consulente deve reagire in modo diverso di fronte agli errori di ragionamento e a quelli di preferenza degli investitori. Mentre gli ultimi sono difficilmente eliminabili, poiché caratterizzati da una forte componente soggettiva, gli errori di ragionamento possono essere corretti dal consulente attraverso casi empirici e dimostrazioni oggettive. Se il consulente si trova, quindi, di fronte ad un cliente propenso a compiere errori di ragionamento, dovrà indurlo, attraverso prove oggettive, a correggere i suoi errori e guidarlo verso il portafoglio di investimento ottimale. Nel caso in cui il consulente si

---

<sup>53</sup> [www.old.economia.unina2.it/./Finanza%20comportamentale4.pptx](http://www.old.economia.unina2.it/./Finanza%20comportamentale4.pptx)

trovi, invece, di fronte ad un cliente propenso a compiere errori di preferenza, dovrà adattare il portafoglio di investimento all'investitore<sup>54</sup>.

La seguente tabella<sup>55</sup> rappresenta una guida utile ai consulenti, per limitare l'impatto degli errori di ragionamento e di preferenza degli investitori e per non cadere nelle logiche irrazionali descritte dalla *behavioral finance*.

La colonna di sinistra elenca gli errori tipici degli investitori studiati dalla finanza comportamentale (descritti nel primo capitolo), mentre la colonna di destra fornisce dei suggerimenti utili al consulente, relativamente ad ogni anomalia comportamentale elencata nella colonna di sinistra.

TABELLA 2.1: GUIDA AI CONSULENTI PER LIMITARE L'IMPATTO DEGLI ERRORI DI RAGIONAMENTO E DI PREFERENZA DEGLI INVESTITORI

ERRORE	SUGGERIMENTO PER IL CONSULENTE
Overconfidence	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Quando fai delle affermazioni ai clienti non dimenticare che anche tu sei propenso all'<i>overconfidence</i>. Affermazioni baldanzose possono aiutare ad attrarre clienti, ma se la realtà le smentisce si ritorcono contro chi le ha fatte.</li> <li>- Non permettere che i clienti proiettino la loro <i>overconfidence</i> sulle tue valutazioni, altrimenti si creerà un'attesa di performance irragionevole, che minerà la relazione di clientela.</li> </ul>
Contabilità mentale	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Attraverso la contabilità mentale gli investitori possono convivere meglio con i rischi assunti e imporsi un maggior autocontrollo, soprattutto nelle scelte di lungo periodo. Prima di decidere se e quanto contrastarla devi capire perciò caso per caso se rappresenta più un punto di forza, invece che di debolezza, nel processo d'investimento.</li> <li>- Nello stabilire la politica d'investimento evita l'approccio, sebbene più spontaneo per l'investitore, dal basso verso l'alto. Invece di stabilire per ogni obiettivo d'investimento gli opportuni investimenti, considerali tutti simultaneamente e proponi un'unica politica che mostri essere adatta per tutti</li> </ul>

<sup>54</sup> Rigoni Ugo (2006). "Finanza comportamentale e gestione del risparmio". Giappichelli, Torino, pp 153-156

<sup>55</sup> Rigoni Ugo (2006). "Finanza comportamentale e gestione del risparmio". Giappichelli, Torino, *Tabella 5.5-Come limitare l'impatto degli errori di ragionamento e di preferenza nel processo d'investimento: un decalogo per il consulente*, pp 157-158

	<p>gli obiettivi.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Sottolinea il fatto che ciò che conta è il risultato congiunto di tutti gli investimenti. A tale proposito predisponi <i>report</i> che enfatizzano soprattutto la <i>performance</i> congiunta di tutti gli investimenti.</li> </ul>
Avversione alle perdite	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Cerca di misurare l'avversione alle perdite. Non accontentarti di una generica avversione al rischio.</li> <li>- Non raccomandare investimenti ad alto rischio a investitori fortemente avversi alle perdite. Li accetteranno solo se sottostimano per eccessivo ottimismo il rischio.</li> </ul>
<i>Disposition effect</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tieni conto del punto di riferimento rispetto a cui l'investitore calcola utili e perdite.</li> <li>- Convinci il cliente che usare il costo di acquisto come punto di riferimento può influenzare negativamente lo stato d'animo con cui si decidono gli investimenti. In finanza contano solamente le prospettive future, non le performance passate.</li> <li>- A un cliente che non vuole liquidare un investimento in perdita il cui valore corrente è, ad esempio, 80.000 euro chiedi: "se avessi 80.000 euro in liquidità da investire, tra tutti gli investimenti disponibili, sceglieresti di acquistare proprio questo?"</li> <li>- Prima di ogni decisione d'investimento stabilisci con l'investitore le regole da seguire per decidere quando e a quali condizioni l'investimento sarà liquidato.</li> <li>- Prepara degli esempi tratti da fatti documentati in cui è stato conveniente tagliare le perdite e lasciare correre i guadagni.</li> </ul>
Ottimismo	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Pensa a quando hai fatto previsioni o hai fornito consigli sbagliati. Dato che è probabile che tu ti ricordi soprattutto i casi in cui hai avuto ragione, costruisci e aggiorna una lista scritta dei tuoi errori.</li> <li>- Quando presenti dati storici o descrivi le caratteristiche di un prodotto ricordati di resistere alla naturale tendenza a soffermarsi unicamente sugli aspetti positivi.</li> </ul>
Senno di poi	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Chiedi periodicamente all'investitore di formulare alcune previsioni di breve periodo (qualche mese, un anno) sullo scenario economico. Tieni nota delle sue opinioni. Trascorso il periodo di riferimento delle previsioni, torna a parlare insieme e chiedigli come la pensava qualche mese prima. Se ricostruirà in modo incompleto o con il senno di poi le sue opinioni pregresse, parlane insieme con tatto.</li> <li>- La stampa contiene innumerevoli e continui esempi di</li> </ul>



	<p>utilizzo inappropriato del senno di poi: per documentare quanto è difficile prevedere i fatti economici e quanto è facile giustificarli <i>ex post</i>, basta tenere una raccolta di articoli di giornale.</p>
<p>Eccessiva enfasi sul breve termine</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Molti parlano di lungo periodo, ma sono dominati dal breve termine. Per questo motivo, devi prestare più attenzione a come hanno effettivamente agito, piuttosto che a quanto dicono che faranno in futuro.</li> <li>- Evita che la struttura dei report che descrivono le performance periodica rinforzi la tendenza a prestare troppa attenzione al breve termine. Predisponi moduli che danno più importanza alla performance cumulata che a quella dell'ultimo trimestre.</li> <li>- Stabilisci, d'accordo con il cliente, una procedura da seguire quando si vuole alterare la struttura essenziale della politica d'investimento.</li> </ul>

FONTE: RIGONI UGO, *FINANZA COMPORTAMENTALE E GESTIONE DEL RISPARMIO*, PAG 157-158

In questo secondo capitolo è stata descritta l'attività della consulenza finanziaria, esaminando gli aspetti caratteristici del consulente d'investimento, utili per la comprensione del terzo capitolo, che approfondirà le dinamiche del rapporto di fiducia tra consulente e investitore, analizzandone cause, caratteristiche e trasferibilità.

---

# CAPITOLO 3 - LA FIDUCIA NELLA CONSULENZA FINANZIARIA

## 3.1 INTRODUZIONE: FIDUCIA E RAPPORTO CON IL PROPRIO CONSULENTE

Il tema della fiducia nel rapporto tra consulente e investitore fa parte di quei comportamenti umani che la finanza classica non considera, in quanto ipotizza l'agire egoistico dell'uomo. Una definizione generale di fiducia può essere la seguente:

*"La fiducia è un atteggiamento, verso gli altri o verso sé stessi, che risulta da una valutazione positiva di fatti, circostanze, relazioni, per cui si confida nelle altrui o proprie possibilità, e che generalmente produce un sentimento di sicurezza e tranquillità"<sup>56</sup>.*

La fiducia è un fattore incisivo nel rapporto tra consulente finanziario e investitore, poiché contribuisce a dare un valore aggiunto all'attività della consulenza finanziaria.

In generale, si tratta di un aspetto importante anche in ambito economico e sociale, in quanto la fiducia dei consumatori e quella dei cittadini contribuiscono a migliorare l'economia del paese e il benessere della collettività (John Locke, 2004).

La fiducia, inoltre, è una materia molto ampia, che presenta diverse fattispecie: la fiducia riposta in se stessi, negli altri, nelle istituzioni, nella famiglia, nel proprio paese, quella reciproca e tante altre.

Gli studi che riguardano questa materia, si prefiggono l'obiettivo di individuare le relazioni tra questi tipi di fiducia, ad esempio, come la fiducia in sé stessi possa influenzare quella verso gli altri, e più in generale si occupano di studiare i meccanismi

---

<sup>56</sup> Dizionario di italiano Treccani.

della fiducia, per comprendere l'influenza di quest'ultima nel comportamento dei soggetti e nei loro rapporti interpersonali<sup>57</sup>.

In questo capitolo verrà analizzata, prima di tutto, la fiducia in generale, come comportamento umano, attraverso un'analisi dei dati recenti e attraverso gli studi di letteratura degli autori che si sono occupati di questo tema, e successivamente, verrà approfondito il ruolo della fiducia nel rapporto tra consulente e investitore, considerandone le caratteristiche, le cause e la trasferibilità.

### 3.1.1 GLI STUDI SULLA FIDUCIA

Secondo quanto affermato dal filosofo John Locke (1632-1704), fiducia e affidabilità rappresentano uno strumento che contribuisce a rafforzare i legami degli individui appartenenti a una società. Tali aspetti rappresentano un importante sostegno per l'economia e le istituzioni, permettendo il raggiungimento dell'ordine sociale e il funzionamento di un mercato efficiente.

Il tema della fiducia, però, nonostante la sua importanza, non è mai stato considerato un elemento di rilievo nello studio delle scelte strategiche degli individui. Infatti, essa è riconducibile a quei comportamenti irrazionali dell'uomo, che le teorie di scelta razionale non si sono mai preoccupate di spiegare.

La teoria principale, che ha studiato le interazioni strategiche tra le persone, è la **Teoria dei Giochi** di Neumann e Morgenstern (1944). Tale teoria ha analizzato le decisioni degli individui in situazioni di interazione con altri soggetti rivali, stabilendo che le scelte di uno possono influire sui risultati conseguibili dall'altro/i, secondo un meccanismo di retroazione, e che le decisioni prese dagli individui sono sempre finalizzate al massimo guadagno<sup>58</sup>.

Questa teoria dimostra, attraverso la spiegazione di un paradosso, come due soggetti, che partecipano a un gioco interattivo, non siano capaci di assumere scelte basate sulla fiducia, ma al contrario, siano propensi ad adottare comportamenti opportunisti e razionali, anche se questi implicano risultati inferiori rispetto a quelli caratterizzati da fiducia. Di seguito verrà illustrato un paradosso utile a capire il valore aggiunto della fiducia.

---

<sup>57</sup> <http://www.rivisteweb.it/doi/10.7377/70460>

<sup>58</sup> [http://it.wikipedia.org/wiki/Teoria\\_dei\\_giochi](http://it.wikipedia.org/wiki/Teoria_dei_giochi)

**Il paradosso del dilemma del prigioniero** consiste nel seguente gioco:

Due complici criminali vengono arrestati. Una volta in carcere la polizia li interroga separatamente, offrendo loro le seguenti alternative:

**ACCUSARE:** Uscire di prigione e denunciare il complice, che rimarrà in carcere per dieci anni. Sapendo, però, che questa opzione non vale se il complice decide di accusarti. Se risultate entrambi accusati, rimarrete in carcere cinque anni ciascuno.

**NON ACCUSARE:** Rinunciare all'accusa del complice e rimanere in carcere un solo anno. Sapendo, però, che se il complice ti accusa devi rimanere in carcere per dieci anni.

Questo gioco può essere rappresentato nel seguente modo:

<b>PRIGIONIERI 1 \ 2</b>	<b>NON ACCUSARE</b>	<b>ACCUSARE</b>
<b>NON ACCUSARE</b>	(-1; -1)	(-10; 0)
<b>ACCUSARE</b>	(0; -10)	(-5; -5)

I valori rappresentati nella tabella indicano i *pay-off* dei possibili risultati derivanti dalla scelta tra le due opzioni illustrate per i due prigionieri.

Quest'ultimi, per prendere una decisione, riflettono sulle scelte che potrebbe compiere l'altro soggetto. In tal modo si accusano a vicenda, in quanto il primo prigioniero pensa che il secondo lo accuserà, per ottenere la libertà. Così il secondo prigioniero elabora lo stesso pensiero.

Non potendosi accordare, secondo le regole del gioco, i due prigionieri sceglieranno di accusarsi reciprocamente, secondo i principi della razionalità, cercando, così, di massimizzare il loro risultato, ma ottenendo, invece, la soluzione peggiore, ovvero l'equilibrio di Nash (-5;-5) (Berg et al, 1995).

Se, invece, i soggetti avessero modo di accordarsi e si fidassero reciprocamente dell'accordo preso, allora potrebbero ottenere la soluzione migliore (-1;-1).<sup>59</sup>

Questo paradosso, oltre a illustrare in sintesi i contenuti della teoria dei giochi, può essere uno spunto per capire il valore aggiunto della fiducia nelle relazioni tra individui.

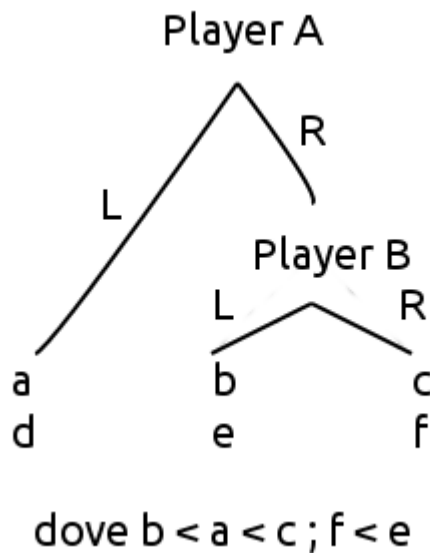
Senza la fiducia la nostra società crollerebbe nello stato di natura descritto da Hobbes, secondo cui gli individui non sono associati tra loro e nemmeno disciplinati da un apparato governativo e da delle leggi.

Anche in ambito economico, viene richiesta una certa quantità di fiducia diffusa tra gli agenti, per il funzionamento efficiente del mercato (Bruni e Sugden, 2000).

Per questi motivi, è indispensabile attribuire un ruolo alla fiducia nella logica delle teorie razionali.

Per comprendere quali sono gli *elementi di fiducia coinvolti nell'interazione tra soggetti*, è utile osservare il seguente gioco di fiducia<sup>60</sup>.

Figura 3.1: The Trust Game



FONTE: VITTORIO PELLIGRA (2010), TRUST RESPONSIVENESS. ON THE DYNAMICS OF FIDUCIARY INTERACTIONS, THE JOURNAL OF SOCIO-ECONOMICS 39, PAG 654.

<sup>59</sup> Lynne Pepall, Dan Richards, George Norman (2008), "Industrial Organization, Contemporary Theory and Empirical Applications", Blackwell Publishing LTD, Oxford, pp 151-172

<sup>60</sup> Vittorio Pelligra (2010), Trust Responsiveness. On the dynamics of fiduciary interactions, The Journal of Socio-Economics 39, pp 654

Secondo quanto illustrato nella Figura 3.1, il *player A* è il fiduciario, mentre il *player B* è il fiduciante.

L'interazione tra questi due soggetti presuppone le seguenti circostanze:

- $c > a$  rappresenta le potenziali conseguenze positive per il fiduciario
- $a > b$  rappresenta il rischio potenziale per il fiduciario
- $e > f$  rappresenta la tentazione per il fiduciante

Il giocatore che dovrà compiere la prima mossa è il *player A*, che può scegliere tra le alternative L o R, dove L indica la scelta di non fidarsi del *player B*, ottenendo un *payoff* pari a (a,d), mentre R indica la scelta di fidarsi e affidare la scelta al *player B*.

Il fiduciante B, se il primo giocatore sceglie di fidarsi, può scegliere a sua volta tra L e R, scegliendo L ottiene il *payoff* (b,e), mentre scegliendo R ottiene il *payoff* (c,f).

Se A gioca R, si dimostra fiducioso, mentre se B gioca R, si dimostra essere affidabile e al contrario, se gioca L, si dimostra essere opportunist.

Dunque, considerando che  $b < a < c$ , e che  $d < f < e$ , il risultato migliore per A è quello di fidarsi di B e che a sua volta B si comporti in modo affidabile, raggiungendo il risultato (c,f), mentre il risultato migliore per B è che A si fidi di lui e lui al contrario tradisca la sua fiducia, ottenendo il *payoff* (b,e).

Il paradosso del dilemma del prigioniero, descritto in precedenza, presupponeva il compimento di mosse simultanee da parte dei prigionieri, mentre questo gioco di fiducia stabilisce un'interazione sequenziale tra i due giocatori, ovvero prima sceglie A e poi B. Anche in questo caso, la teoria razionale delle scelte strategiche, suggerisce che B è portato a scegliere L, per massimizzare i suoi risultati, e di conseguenza A, sapendo qual è la scelta di B, giocherà L.

Il giocatore A, sceglie così L, pur sapendo che scegliendo R potrebbe raggiungere il *payoff* (c,f) maggiore di (a,d), ma per paura di esser tradito da B e ottenere quello inferiore (b,e), sceglie L.

La scelta L, da parte dei due giocatori, porta a un risultato non efficiente, in quanto se scegliessero entrambi R, otterrebbero un risultato migliore. Infatti, dalle prove sperimentali, che si sono occupate di osservare il comportamento degli individui, durante dei giochi interattivi, è emerso che le persone tendono a dare fiducia e a cooperare tra di loro, poiché comprendono il valore aggiunto di questa scelta.

A tal riguardo, una particolare importanza è attribuita alla *fiducia reciproca*, che mette in evidenza l'aspetto relazionale della fiducia.

La fiducia reciproca presuppone che un atto di fede da parte di un soggetto nei confronti di un altro, induca quest'ultimo a comportarsi in modo affidabile.

Ad esempio, riprendendo il gioco precedente, il fatto che A scelga l'opzione R, fidandosi di B, tende ad indurre quest'ultimo a scegliere R (nonostante scegliendo L otterrebbe un risultato migliore) per non deludere le aspettative di A. Così facendo i due soggetti giungono alla soluzione più efficiente (c,f).

Un tipo particolare di fiducia reciproca è la *fiducia terapeutica*, che vede l'azione di fiducia non come un semplice atto di fede da parte del fiduciario, ma come un atto che intende aumentare esplicitamente l'affidabilità del fiduciante.

Un'altra forma interessante di fiducia reciproca è quella della *dipendenza interattiva*, descritta dal filosofo Pettit (1995) nel seguente esempio<sup>61</sup>.

"Due soggetti A e B si trovano a interagire tra di loro, e devono scegliere se fidarsi reciprocamente l'uno dell'altro. Il soggetto A che deve scegliere per primo, decide di fidarsi di B, e a sua volta, questa manifestazione di fiducia, che si dimostra essere una dipendenza nei confronti di B, aumenta l'utilità di quest'ultimo. Così B sceglierà di comportarsi in modo affidabile, per una ragione di riconoscenza nei confronti di A"

Secondo Pettit, la ragione per cui l'utilità di B aumenta, se A sceglie di fidarsi di lui, è riconducibile al fatto che B voglia mantenere la reputazione affidata da A.

I motivi sottostanti a questa dimostrazione di fiducia nei confronti di A possono essere: la prudenza, se quella tra i due soggetti è una relazione duratura, oppure il rispetto degli ideali di virtuosità e lealtà verso il prossimo.

In generale, dagli studi di letteratura sulla fiducia, si è dedotto che c'è una tendenza naturale a soddisfare le aspettative che gli altri riversano esplicitamente in noi, dandoci fiducia.

Finora sono stati visti gli elementi determinanti nelle relazioni di fiducia tra soggetti ed è stato considerato il ruolo della fiducia reciproca nei rapporti tra gli individui.

---

<sup>61</sup> Vittorio Pelligra (2010), *Trust Responsiveness. On the dynamics of fiduciary interactions*, The Journal of Socio-Economics 39, pp 655

E' essenziale, inoltre, capire quali sono le caratteristiche degli individui che ispirano più fiducia, e approfondire quali sono i diversi tipi di fiducia che possono manifestarsi nelle persone, (ad esempio quella verso gli altri, verso la famiglia o nel proprio paese etc).

La fiducia fa parte del capitale sociale delle persone, ovvero quell'insieme di regole che permette agli individui di collaborare reciprocamente.

Numerose ricerche dimostrano che il capitale sociale sia influenzato, e a sua volta influenzi, molti fenomeni economici e politici.

Ad esempio, Freccia (1972) e Fukuyama (1995) credono che il livello di fiducia di una società dipenda dal suo andamento economico: migliore è l'economia di un paese e più gli individui sono propensi a fidarsi.

Knack e Keefer (1997), invece, stabiliscono che un aumento del livello di fiducia in un paese comporti una sua crescita economica. Così La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1997) sostengono che l'aumento della fiducia migliori l'efficienza giudiziaria e riduca la corruzione del governo.

Inoltre, più gli individui sono vicini socialmente, più la fiducia e l'affidabilità verso gli altri aumenta. I soggetti, ad esempio, tendono a fidarsi meno di coloro che appartengono ad altre razze<sup>62</sup>.

La seguente indagine sulla fiducia<sup>63</sup> della General Social Survey (GSS), ovvero un'indagine sociologica per raccogliere i dati sulle caratteristiche demografiche e attitudini dei residenti degli Stati Uniti<sup>64</sup>, aiuta a capire quali sono le caratteristiche che ispirano maggior fiducia secondo i 2000 intervistati.

La Tabella 3.2 illustra le risposte degli intervistati da GSS alla seguente domanda:

*"In linea generale, lei direbbe che la maggior parte delle persone si può fidare o che non bisognerebbe mai essere troppo prudenti nel trattare con la gente?"*

La colonna di destra indica le percentuali di intervistati che rispondono che la maggior parte delle persone si può fidare, mentre quella di sinistra mostra la suddivisioni degli intervistati secondo le diverse categorie.

---

<sup>62/63</sup> Glaeser, Edward, David Laibson, Jose Scheinkman, and Christine Soutter (2000), *Measuring trust*, Journal of Economics 115, pp 811-846

<sup>64</sup>[http://en.wikipedia.org/wiki/General\\_Social\\_Survey](http://en.wikipedia.org/wiki/General_Social_Survey)



TABELLA 3.2: SONDAGGIO GSS SULLA FIDUCIA

<b>CATEGORIE DI INTERVISTATI</b>	<b>PERCENTUALE SECONDO CUI LA MAGGIOR PARTE DELLA GENTE SI PUÒ FIDARE</b>
PERSONE DEGLI US BIANCHE	44,2%
PERSONE DEGLI US NERE	16,1%
PERSONE DEGLI US DI ALTRA RAZZA	26,6%
PERSONE DEGLI US NATE TRA IL 1911-1915	42,3%
PERSONE DEGLI US NATE TRA IL 1961-1965	30,1%
PERSONE DEGLI US SENZA DIPLOMA DI SCUOLA SUPERIORE	26,3%
PERSONE DEGLI US CON DIPLOMA DI SCUOLA SUPERIORE	45%
STUDENTI UNIVERSITARI DI HARVARD	44,4%

FONTE: THE NATIONAL OPINION RESEARCH CENTER'S GENERAL SOCIAL SURVEY, 1972–1994.

Dal sondaggio della General Social Survey, è possibile individuare, in prima analisi, quali sono le caratteristiche degli individui che influenzano la fiducia.

Infatti, osservando le risposte date dagli intervistati, si nota che ci sono opinioni differenti in base all'istruzione, la razza, e l'anno di nascita.

Ad esempio, il 42,3% di coloro che sono nati tra il 1911 e il 1915, quindi i più anziani, sostiene che ci si può fidare della maggior parte delle persone, contro il 30,1% di quelli nati tra il 1961 e il 1965, che sono più giovani. Questo implica che secondo tale sondaggio i più anziani ripongono più fiducia sulla gente rispetto ai giovani.

Per quanto riguarda il livello di istruzione, dai dati emerge una maggior propensione a fidarsi per maggiori livelli di istruzione: infatti, gli intervistati con diploma superiore e gli studenti universitari di Harvard riportano una percentuale vicina al 50%, mentre quelli senza diploma registrano un 26,3%. Così gli individui di razza bianca si fidano molto di più di quelli di razza nera.

Questo sondaggio è stato riportato come esempio per capire come sono stati affrontati gli studi sulla fiducia e per comprendere il vantaggio dei mezzi, come i sondaggi, che attraverso esperimenti sul campo, permettono di individuare come varia la propensione alla fiducia, per le diverse categorie di soggetti.

Nel paragrafo successivo, verranno analizzati i dati recenti della popolazione italiana, per capire, attraverso un quadro generale, quali sono i comportamenti dei soggetti di fronte ai diversi tipi di fiducia.

### 3.1.2 UNO SGUARDO AL PRESENTE

Secondo quanto riportato nella pubblicazione dell'Istat "Relazioni sociali"<sup>65</sup>, dell'anno 2014, la fiducia permette agli individui di creare delle reti sociali, che consentono a quest'ultimi di poter contare, oltre che sul proprio capitale economico e culturale, anche su delle risorse aggiuntive, come quelle derivanti dalle relazioni interpersonali con altri soggetti, che aiutano a migliorare il benessere della collettività.

Tale pubblicazione descrive i dati attuali sulla fiducia degli individui, nel nostro paese. Verranno approfonditi gli aspetti della fiducia verso gli altri, verso la famiglia e verso gli amici; e quello della partecipazione alle attività sociali.

#### ***Fiducia generalizzata***

Il grado di fiducia che un cittadino attribuisce agli altri suoi concittadini rappresenta un indicatore di coesione sociale per un paese. La fiducia verso gli altri (generalizzata), è un fattore positivo, poiché permette di ridurre la conflittualità e la corruzione tra gli agenti, e perché favorisce l'aumento della produttività del paese.

Dal punto di vista economico, infatti, le imprese sono incentivate ad adottare politiche finalizzate a conquistare la fiducia dei consumatori, in quanto quest'ultima favorisce l'aumento dei consumi e la creazione di rapporti duraturi tra l'impresa e i suoi clienti, permettendole di aumentare la produttività, di migliorare l'efficienza e di essere sostenibile nel lungo termine.

---

<sup>65</sup> [http://www.istat.it/it/files/2014/06/05\\_Relazioni-sociali-Bes2014-3.pdf](http://www.istat.it/it/files/2014/06/05_Relazioni-sociali-Bes2014-3.pdf)

In Italia, nel 2013, la percentuale di individui che dichiara di fidarsi degli altri, ovvero che ritiene la gran parte della gente degna di fiducia, è del 20,9% e risulta essere più bassa rispetto alla media del 33% dei paesi Ocse<sup>66</sup>.

Sono da notare, però, le differenze tra le regioni italiane: mentre in Trentino-Alto Adige e in Valle d'Aosta, la percentuale degli individui che ritiene la gran parte della gente degna di fiducia, si avvicina alla media dei paesi Ocse, sfiorando il 33%; in Sicilia e in Puglia tale percentuale risulta essere poco più del 15%, il risultato più basso insieme a quello del Molise e della Campania che registrano un 17%.

In sintesi, la media delle persone che ha fiducia della gran parte della gente è quasi la stessa tra Nord e Centro Italia: 22,7%, mentre al Sud registra una percentuale più bassa: 17,2%, come illustrato nella prima colonna della Tabella 3.3.

TABELLA 3.3: INDICATORI PERCENTUALI DI FIDUCIA NELLE REGIONI ITALIANE

<b>REGIONI ITALIANE</b>	<b>FIDUCIA GENERALIZZATA</b>	<b>MOLTO SODDISFATTI PER LE RELAZIONI FAMILIARI</b>	<b>MOLTO SODDISFATTI PER LE RELAZIONI AMICALI</b>	<b>PARTECIPAZIONE SOCIALE</b>
PIEMONTE	22,3	35,3	24,4	22,0
VALLE D'AOSTA	32,7	31,5	24,0	24,7
LIGURIA	25,3	35,0	27,0	20,4
LOMBARDIA	22,2	39,0	28,1	24,8
TRENTINO-ALTO ADIGE	32,9	47,0	32,6	38,6
BOLZANO	34,5	49,4	36,6	42,9
TRENTO	31,4	44,7	28,8	34,6
VENETO	22,0	39,8	28,0	29,4
FRIULI-VENEZIA GIULIA	21,6	39,8	29,7	31,1
EMILIA-ROMAGNA	22,7	37,0	25,7	28,1
TOSCANA	20,4	38,9	25,1	25,0
UMBRIA	23,6	40,1	27,0	22,2

<sup>66</sup> La popolazione di riferimento è quella con età maggiore a 14 anni

MARCHE	20,3	32,6	22,9	23,3
LAZIO	24,6	28,5	21,0	24,1
ABRUZZO	18,1	35,7	24,3	22,7
MOLISE	17,4	30,8	22,6	18,2
CAMPANIA	17,1	22,7	15,8	13,3
PUGLIA	15,6	25,9	19,5	18,4
BASILICATA	18,4	26,2	19,0	22,6
CALABRIA	19,0	26,6	18,6	13,6
SICILIA	15,3	28,8	20,4	15,5
SARDEGNA	23,3	31,2	22,9	20,9
NORD	22,8	38,3	27,3	26,2
CENTRO	22,7	33,1	23,0	24,2
SUD	17,2	26,9	19,3	16,4
ITALIA	20,9	33,4	23,7	22,5

FONTE: ISTAT, 2014, "RELAZIONI SOCIALI", PAG 129-130

La differenza tra i diversi gradi di fiducia generalizzata si riscontra anche nei diversi livelli di istruzione.

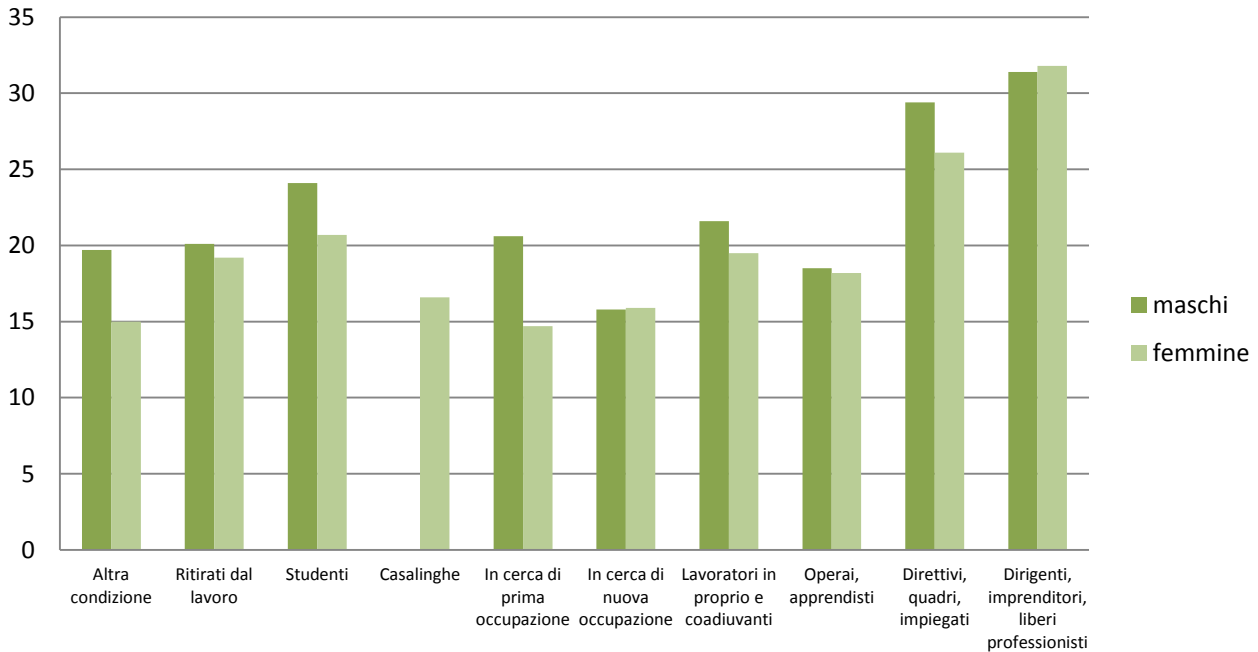
Dal grafico 3.4 si nota che le persone con un maggior livello di istruzione tendono a fidarsi di più, così come i maschi, rispetto alle femmine.

La categoria dei dirigenti, degli imprenditori e dei liberi professionisti risulta essere quella con la maggior percentuale di fiducia, il 31,6%, e al di fuori di questa categoria, le altre riportano tutte un maggior livello di fiducia per il sesso maschile.

Un buon risultato è raggiunto, inoltre, anche dagli studenti che mostrano una percentuale di fiducia del 22,4% circa.

FIGURA 3.4: FIDUCIA E ISTRUZIONE

## Fiducia e Istruzione



FONTE: ISTAT, 2014, "RELAZIONI SOCIALI", FIGURA 5 PAG 121

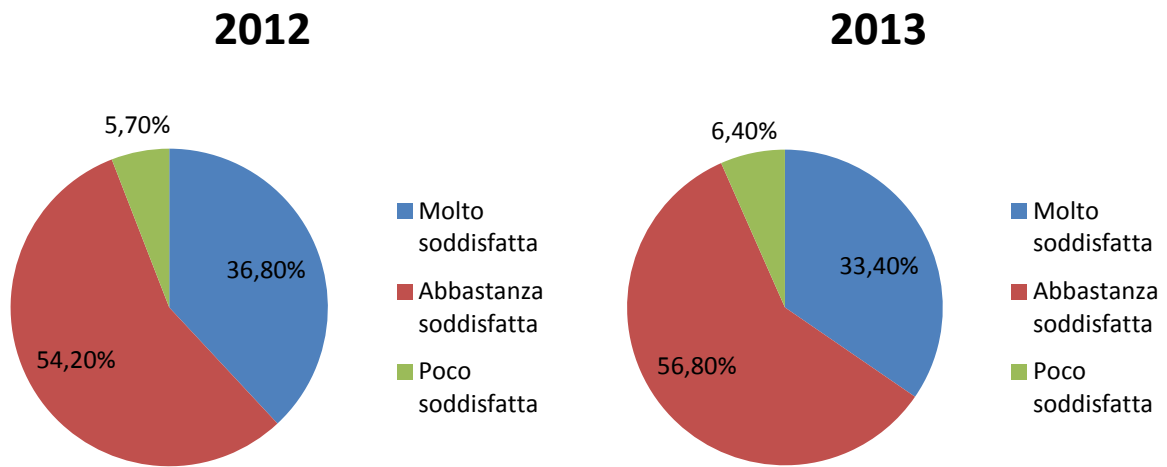
### *Fiducia nella famiglia e negli amici*

Mentre la fiducia generalizzata ha subito un lieve aumento rispetto agli anni precedenti, la soddisfazione nei rapporti con la famiglia e con gli amici si è ridotta nel 2013.

Il 33,4% della popolazione<sup>67</sup> si ritiene molto soddisfatta dei propri rapporti familiari (nel 2012, 36,8%), il 56,8% si ritiene abbastanza soddisfatta (nel 2012, 54,2%), e il 6,4% si ritiene poco soddisfatta (nel 2012, 5,7%), come illustrato nel Grafico 3.5.

<sup>67</sup> Popolazione con età maggiore di 14 anni (la stessa presa come riferimento per i dati sulla fiducia generalizzata)

FIGURA 3.5: FIDUCIA NELLA FAMIGLIA, ANNO 2012 E ANNO 2013



FONTE: DATI ISTAT, 2014, "RELAZIONI SOCIALI", RIPRODUZIONE PROPRIA

Come per la fiducia generalizzata, anche per la fiducia verso la famiglia si verifica una disparità tra le regioni italiane.

In particolare, come illustrato nella seconda colonna della tabella 3.3, illustrata precedentemente, l'Italia del Nord registra il 38,3% della popolazione che si ritiene molto soddisfatta delle relazioni familiari, il Centro registra il 33,1% e il Sud riporta una percentuale ancora più bassa, il 26,9%. Tale fiducia, inoltre si riscontra nella stessa misura tra maschi e femmine, senza particolari differenze, ed è in calo nei giovani<sup>68</sup>.

Anche la soddisfazione nei rapporti con gli amici ha subito un peggioramento dal 2012, con una percentuale di popolazione che si ritiene molto soddisfatta a riguardo, che è passata dal 26,6% nel 2012, al 23,7% nel 2013, registrando le stesse disparità della famiglia tra Nord, Centro e Sud Italia (vedi Tabella 3.3) e dimostrando anche in questo caso un calo di fiducia tra i giovani, però con un maggior impatto nel sesso maschile.

Nonostante il calo di soddisfazione per le relazioni con la famiglia e gli amici, si riscontra un aumento della popolazione che sostiene di avere amici, parenti e vicini su cui contare, dal 76% nel 2009 all' 80,8% nel 2013.

<sup>68</sup> Giovani tra 25 e 35 anni con un basso titolo di studi.

E' possibile ricondurre tale aspetto alle incertezze economiche che si sono manifestate negli ultimi anni, in quanto gli individui tendono a fidarsi, in misura maggiore, delle persone con cui hanno legami stretti, nei momenti di difficoltà, perché ricercano in loro un appoggio. La minor soddisfazione nelle relazioni familiari e amicali potrebbe esser stata proprio causata dalle maggiori aspettative che gli individui hanno riposto in queste figure di conforto.

### ***Partecipazione alle attività sociali***

La partecipazione alle attività sociali da parte dei cittadini comporta un valore aggiunto per la comunità. Lo dimostra anche Putnam (1993) con un'analisi dei dati delle regioni italiane, rilevando che i governi locali più efficienti sono quelli in cui c'è un maggiore impegno civico<sup>69</sup>.

Nonostante la presenza delle reti sociali rappresenti un aspetto positivo per la comunità, in quanto favoriscono la coesione dei cittadini e permettono un buon funzionamento del contesto economico e sociale, si è registrato un loro calo negli ultimi anni.

Questo andamento negativo si è notato soprattutto nelle regioni del sud Italia, le quali oltre ad avere un maggior bisogno di sostegno economico, riscontrano anche un minor grado di fiducia generalizzata rispetto al resto d'Italia. Infatti, la partecipazione alle attività sociali, quali il volontariato, organizzazioni sportive, politiche, culturali etc, oltre ad essere un fattore positivo per il buon funzionamento economico e sociale, rappresenta anche un indicatore di fiducia nei cittadini, e allo stesso tempo la migliora, rafforzando le relazioni sociali.

Nel 2013 si è registrata una percentuale del 22,5% della popolazione che ha svolto attività sociali, in calo rispetto al 26,9% registrato nel 2010. Si è riscontrata, inoltre, una maggior partecipazione a queste attività da parte degli uomini, con il 27,2%, rispetto alle donne con il 18%, così come nel Nord Italia, con il 26,2%, rispetto al sud, con il 16,4%. Al centro, invece, si è rilevata una percentuale del 24,2% (come illustrato nella Tabella 3.3).

Infine, il Grafico 3.6 illustra il calo della partecipazione alle diverse attività sociali tra l'anno 2012 e l'anno 2013.

---

<sup>69</sup> Glaeser, Edward, David Laibson, Jose Scheinkman, and Christine Soutter (2000), *Measuring trust*, Journal of Economics 115, pp 811-846

FIGURA 3.6: PARTECIPAZIONE ALLE ATTIVITÀ SOCIALI, ANNO 2012 E ANNO 2013



Fonte: ISTAT, 2014, "RELAZIONI SOCIALI", PAG. 118

Questo primo paragrafo introduttivo si è occupato di fornire un quadro generale sul tema della fiducia, approfondendo gli elementi caratterizzanti le relazioni di fiducia tra gli individui, il ruolo della fiducia reciproca, le caratteristiche degli individui che ispirano più fiducia, e infine, i diversi tipi di fiducia che possono manifestarsi nelle persone.

Questi aspetti rappresentano uno spunto importante per capire il ruolo della fiducia nel rapporto tra consulente e investitore, che verrà illustrato nei paragrafi seguenti, e più nello specifico, per comprendere quali sono le cause, le caratteristiche e la trasferibilità della fiducia in questo rapporto.



## 3.2 IL RUOLO DELLA FIDUCIA NEL RAPPORTO TRA CONSULENTE FINANZIARIO E INVESTITORE

Gli studi della letteratura che cercano di fondere i temi della fiducia e della consulenza sono ancora pochi e a volte si dimostrano ambigui.

La comprensione del ruolo della fiducia nella consulenza finanziaria è, comunque, un argomento discusso e di estrema rilevanza, in quanto permette di interpretare le decisioni finanziarie degli investitori e capire quali sono i fattori che influenzano il processo di acquisto dei prodotti finanziari da parte di quest'ultimi.

Il livello di fiducia nei confronti del prossimo e delle istituzioni finanziarie ha degli effetti su quanto gli investitori sono disposti a investire nel mercato finanziario, mentre la mancanza di fiducia e la paura di essere ingannati portano le famiglie a non investire (Guiso et al. 2008, Georgarakos e Pasini 2009).

### 3.2.1 LE CARATTERISTICHE DELLA FIDUCIA NEL RAPPORTO CONSULENTE-INVESTITORE

Il ruolo del consulente è quello di migliorare la gestione delle risorse finanziarie dei suoi clienti, incrementando i rendimenti e diminuendo i rischi di portafoglio.

La delega delle decisioni finanziarie ai consulenti, da parte degli investitori, consente di ottenere delle economie di scala nella gestione dei loro portafogli di investimento e nell'acquisizione di informazioni, in quanto i consulenti possono diffondere le loro competenze tra molti investitori. I vantaggi di costo, derivanti da queste economie di scala, a loro volta, permettono agli investitori di migliorare le prestazioni di portafoglio, attraverso la delega delle decisioni finanziarie ai consulenti.

L'affidamento dei propri risparmi ai consulenti, però, comporta dei costi per gli investitori, in termini di commissioni. Tali costi potrebbero dare origine a problemi di agenzia tra consulenti e clienti, ma anche tra consulenti ed enti finanziari, per il conflitto d'interesse a cui sono soggetti i promotori: da un lato hanno bisogno di vendere i prodotti finanziari per assicurarsi il pagamento delle commissioni e dall'altro, devono consigliare ai clienti soluzioni che siano in linea con i loro bisogni.

I promotori finanziari, perciò, sanno cos'è meglio per i singoli clienti, ma hanno un incentivo a travisarlo e ad approfittarsene, in quanto, spesso, gli investitori sono

disinformati e non hanno le competenze per valutare la qualità del servizio di consulenza.

Tale aspetto prende il nome di *misselling*, un fenomeno che consiste nel convincere i clienti ad acquistare un prodotto finanziario che non è adatto alle loro esigenze.

Gli agenti di vendita, per ottenere un maggior guadagno, hanno, così, un incentivo a fornire una consulenza non adeguata ai loro clienti, per convincerli a comprare dei prodotti finanziari non soddisfacenti.

Esiste, inoltre, anche un conflitto di interessi tra ente finanziario e promotore. Infatti, se quest'ultimo vende prodotti sbagliati ai clienti, l'ente può subire un danno in termini di immagine e credibilità. Le banche devono, quindi, garantire che i propri agenti rispettino le politiche interne, attraverso opportuni controlli, e sarà tanto più difficile quando la concorrenza tra i promotori si intensifica<sup>70</sup>.

#### ***Il contributo dei consulenti finanziari nelle decisioni di investimento***

Secondo Campbell e Viceira (2003), i consulenti, se sono dotati delle giuste competenze, sono in grado di migliorare gli errori comportamentali dei loro clienti. Barber e Odean (2000) spiegano come alcuni investitori siano propensi ad effettuare un'eccessiva attività di compravendita di strumenti finanziari, con conseguenti costi di transazione, che diminuiscono i rendimenti. Tale comportamento può essere attribuito al fenomeno dell'*overconfidence*, che si verifica soprattutto tra gli investitori di sesso maschile, secondo Niessen e Ruenzi (2008).

Grinblatt e Keloharju (2001), inoltre, stabiliscono che le informazioni passate inerenti i prezzi dei titoli e i loro andamenti, in termini di perdite e guadagni, influenzino la detenzione o meno degli strumenti finanziari.

Più cresce la predisposizione a questi errori comportamentali, più le persone che ne sono soggette tendono a non sentire il bisogno di rivolgersi a dei professionisti.

Ad esempio, Guiso e Jappelli (2006) hanno dimostrato che l'*overconfidence*, ovvero la tendenza degli investitori a sovrastimare il valore delle loro potenzialità e delle informazioni che possiedono, riduce la loro propensione a chiedere consigli ai consulenti.

---

<sup>70</sup> Hackethal Andreas, Michael Haliassos, Tullio Jappelli (2012), "Financial Advisors: A Case of Babysitters?", in Journal of Banking & Finance, 36 n. 2, 509-524.

D'altra parte, però, i consulenti finanziari possono aiutare ad evitare pregiudizi comportamentali, quando tale predisposizione è allineata con i loro interessi.

Un esempio a riguardo potrebbe essere la diversificazione di portafoglio: gli studi empirici rivelano, che gli investitori che non si affidano a professionisti, possiedono portafogli meno diversificati, rispetto a quelli che si affidano ai promotori finanziari, in quanto quest'ultimi, guadagnando commissioni sulle vendite, hanno un incentivo a promuovere la diversificazione di portafoglio, attraverso la compravendita dei titoli.

Uno studio importante, che esamina *l'impatto della fiducia sulle scelte d'investimento*, è quello di Shapira e Venezia (2001).

Questi autori, nella loro ricerca<sup>71</sup>, mostrano le differenze tra i portafogli di investimento di coloro che decidono di affidarsi ad un consulente e quelli che decidono di gestire le proprie risorse finanziarie autonomamente.

In particolare, tale studio esamina le seguenti anomalie comportamentali: il *disposition effect*, la diversificazione di portafoglio e il *trading* finanziario, per comprendere se la scelta, da parte dell'investitore, di riporre fiducia nella figura del consulente, comporti dei vantaggi in termini di rendimento.

Il campione di riferimento osservato dagli autori, sono i portafogli azionari di 4.330 clienti di una banca israeliana, nel 1994. Il gruppo di 4.330 clienti comprende 1.642 investitori, che gestisce le proprie risorse in modo autonomo, e 2.688 investitori, che si affidano a un consulente.

I risultati ottenuti, riguardo il *disposition effect*, ovvero quell'effetto che prevede l'avversione a vendere i titoli perdenti e a la propensione a vendere quelli vincenti, dimostrano che tale anomalia comportamentale è presente, sia nei clienti che gestiscono autonomamente le proprie risorse, sia in quelli che si affidano ad un consulente, ma riguardo a quest'ultimi l'effetto è meno pronunciato.

In particolare, sono stati osservati gli acquisti dei titoli a cui segue successivamente la vendita, riscontrando che la durata di detenzione dei titoli caratterizzati da un utile è inferiore rispetto a quella dei titoli caratterizzati da perdite. Per i clienti senza consulente, la durata media di detenzione dei titoli in utile è circa 20 giorni e quella dei titoli in perdita è 63 giorni, mentre per i clienti che si appoggiano ad un consulente, i risultati sono: 24 giorni per i titoli in utile e 55 giorni per quelli in perdita. Quindi,

---

<sup>71</sup> Shapira Z., Venezia I. (2001), *Patterns of Behavior of Professionally Managed and Independent Investors*, Journal of Finance, 25, pp 1573-1587

essendoci un minor divario tra le durate di detenzione dei titoli dei clienti che si affidano ai consulenti (55-24 < 63-20), quest'ultimi si dimostrano meno propensi a cadere nell'errore del *disposition effect*, rispetto ai singoli investitori.

Per quanto riguarda la diversificazione di portafoglio (come già accennato precedentemente parlando del conflitto di interessi nei promotori finanziari), i risultati ottenuti dalla ricerca sono i seguenti: il portafoglio dei clienti senza consulente è caratterizzato in media da 6 titoli, mentre per i clienti con consulente, sono in media quasi 18 titoli.

Relativamente alla concentrazione dei portafogli, invece, i risultati riportano che i tre titoli più significativi coprono l'83% del valore del portafoglio per gli investitori senza consulente, contro un 56% dei clienti con consulente. Dunque, rivolgendosi ad un consulente è possibile ottenere una maggior diversificazione di portafoglio e una minor concentrazione, che consentono di ridurre il rischio d'investimento.

Infine, considerando la rotazione di portafoglio (che non sempre risulta essere un aspetto positivo per i rendimenti degli investimenti), i risultati della ricerca dimostrano che il tasso di *turnover* dei titoli, ovvero il numero di transazioni diviso il numero dei titoli in possesso all'inizio del periodo considerato, è più o meno simile per i clienti che si affidano a un consulente (2,76) e per quelli che hanno deciso di gestire autonomamente le proprie risorse (1,96), anche se di poco inferiore per quest'ultimi.

I risultati generali dello studio di Shapira e Venezia dimostrano che l'investitore ottiene un valore aggiunto dai suoi investimenti, se decide di riporre fiducia nella figura del consulente che, come dimostrato, grazie alle sue competenze, riesce a realizzare una migliore gestione dei risparmi.

I portafogli degli investitori, quindi, che si affidano ai consulenti finanziari, offrono in media maggiori ritorni, sia in termini di rendimento atteso, che in termini di sicurezza, presentando un basso rischio (sistematico e non sistematico), minori probabilità di perdite, e una maggiore diversificazione.

### 3.2.2 LE CAUSE DELLA FIDUCIA NEL RAPPORTO CONSULENTE-INVESTITORE

Tra le variabili che influenzano il rapporto di fiducia tra consulente finanziario e investitore, ce n'è una in particolare, che è stata oggetto di numerosi studi in materia finanziaria, ovvero l'alfabetizzazione finanziaria.

Tra i motivi che possono spingere l'investitore a riporre fiducia nella figura del consulente, c'è il desiderio di colmare le proprie lacune in termini di conoscenze finanziarie. Gli investitori, dunque si rivolgono al consulente in quanto ritengono che abbia maggiori competenze.

Ci si deve quindi chiedere se, data la rapida crescita della letteratura sugli errori di investimento, fornire un servizio di consulenza potrebbe essere un'alternativa valida per gli investitori privi di conoscenze in ambito finanziario, e se potrebbe aiutarli a migliorare le loro competenze.

Collins, a riguardo, sostiene che la consulenza sia una soluzione all'analfabetismo finanziario e alle mancate capacità di investimento; Kramer invece spiega che la consulenza non è un rimedio sufficiente contro l'analfabetismo finanziario, dimostrando che i soggetti con titolo di studio inferiore e una minore propensione al rischio tendono ad affidarsi meno ai consulenti, mentre gli individui più ricchi e più anziani tendono a servirsi dei servizi di consulenza<sup>72</sup>.

Di seguito, verrà analizzato il tema dell'alfabetizzazione finanziaria negli investitori, per comprendere come questo influenzi le loro decisioni di investimento.

### ***L'alfabetizzazione finanziaria***

Un gran numero di famiglie in molti paesi non possiede titoli azionari (Guiso *et al.*, 2001) e le principali ragioni a riguardo sono riconducibili ai costi di informazione e di transazione (Vissing-Jorgensen, 2004), ma anche alla mancanza di conoscenze in ambito finanziario e la conseguente incapacità di investire le proprie risorse (Lusardi *et al.*, 2011).

Guiso *et al.* (2008) sostengono che gli individui con maggior fiducia sono più propensi a comprare azioni, così anche Pasini e Georgarakos (2009) ritengono che la fiducia nelle istituzioni finanziarie abbia un effetto positivo sulla partecipazione al mercato azionario, perché l'investitore che non ha paura di essere ingannato è più propenso ad investire i suoi risparmi, in quanto vede aumentare il rendimento atteso del suo investimento finanziario.

La fiducia e l'alfabetizzazione finanziaria sono elementi determinanti nelle decisioni di investimento, in quanto la scelta di affidarsi a un consulente finanziario è influenzata dal livello di conoscenze e competenze dell'investitore.

---

<sup>72</sup> Caterina Cruciani, Gloria Gardenal, Anna Moretti (2015). " *Fiducia e competenze finanziarie: un'analisi sperimentale*", Banca Impresa e Società, 113-130.

In generale, gli individui più alfabetizzati finanziariamente tendono a preferire fonti come i consulenti professionisti, piuttosto che fonti informali, come i pareri di amici o parenti (Bernheim, 1998; Lusardi e Mitchell 2006; Van Rooij *et al* 2007).

Gli investitori alfabetizzati, inoltre, hanno una migliore comprensione dei prodotti finanziari, che permette loro di ridurre i costi di informazione sulle opportunità di investimento e di migliorare la consapevolezza dei vantaggi e dei rischi di partecipazione al mercato azionario<sup>73</sup>.

Per una maggior comprensione di questi aspetti, Guiso *et al.* (2008) hanno sviluppato un **modello teorico<sup>74</sup> sulla fiducia e sull'alfabetizzazione finanziaria in relazione alla partecipazione al mercato azionario.**

Secondo questo modello, l'investitore può scegliere tra due *asset*: uno privo di rischio, che prevede un ritorno  $r_f$ , ed un altro rischioso, con un ritorno incerto  $\tilde{r}$ .

Data una ricchezza iniziale  $W$ , l'investitore può scegliere se investirla tutta nell'*asset* privo di rischio, oppure investire una quota  $\alpha$  della sua ricchezza nell'*asset* rischioso, e inoltre, può decidere se affidarsi ad un consulente finanziario, per effettuare le scelte di investimento, oppure decidere di prendere le decisioni autonomamente.

Per decidere se investire in una attività rischiosa o meno, l'investitore confronta l'utilità attesa di partecipazione al mercato azionario e quella di non partecipazione, che implica la scelta di soli *asset* non rischiosi:

$$(1 - p_j)EU[(\alpha\tilde{r} + (1 - \alpha)r_f)(W - c_j)] + p_jU[(1 - \alpha)r_f(W - c_j)] \geq U(Wr_f)$$

dove  $j$  indica l'investitore generico (senza considerare la scelta di affidarsi a un consulente o meno),  $p$  rappresenta la diffidenza dell'investitore, e  $c$  indica i costi di partecipazione al mercato azionario.

Se il primo membro dell'equazione è maggiore del secondo, allora conviene investire anche negli *asset* rischiosi, al contrario conviene acquistare solo *asset* privi di rischio, inoltre, solo gli investitori con fiducia maggiore a  $(1 - p)$  possiedono attività rischiose.

---

<sup>73/74</sup> Chiara Monticone (2010), Financial Literacy, Trust and Financial Advice, Journal of finance 25, pp 1-23

La presenza dei costi di partecipazione al mercato azionario diminuisce il valore della ricchezza dell'investitore e, di conseguenza, anche il guadagno della partecipazione, così la fiducia diventa necessaria per partecipare al mercato azionario.

Inoltre, se la sfiducia  $p$  aumenta, cioè la probabilità di essere ingannati, l'effetto del costo fisso aumenta e il rendimento atteso dell'investimento si riduce, e se questo non è sufficientemente alto, l'investitore avrà un beneficio maggiore a non partecipare al mercato azionario.

La formula precedente può essere riproposta per studiare i seguenti casi:

### CASO 1

L'investitore che decide di affidarsi a un consulente finanziario.

Se l'investitore decide, quindi, di delegare le sue scelte d'investimento al consulente, l'utilità attesa dalla delega è la seguente:

$$(1 - p_{adv})EU[(\alpha\tilde{r} + (1 - \alpha)r_f)(W - c_{adv})] + p_{adv}U[(1 - \alpha)r_f(W - c_{adv})]$$

dove  $p_{adv}$  è la sfiducia nei confronti del consulente e  $c_{adv}$  sono i costi che l'investitore deve sopportare, nel caso in cui decida di partecipare al mercato azionario e di seguire i consigli del consulente sulla gestione del portafoglio.

I pareri del consulente richiedono dei costi monetari  $b$ , come ad esempio le commissioni, e altri costi  $a$ , relativi alla partecipazione al mercato azionario, che dipendono dall'alfabetizzazione finanziaria dell'investitore  $FL$ , ovvero dalle sue conoscenze.

$$c_{adv} = f(a(FL), b)$$

### CASO 2

L'investitore che decide di gestire i propri risparmi autonomamente.

Analogamente, l'utilità attesa degli investimenti intrapresi senza l'appoggio di un consulente è la seguente:

$$(1 - p_{self})EU[(\alpha\tilde{r} + (1 - \alpha)r_f)(W - c_{self})] + p_{self}U[(1 - \alpha)r_f(W - c_{self})]$$

dove  $(1 - p_{self})$  è la fiducia in se stessi, appartenente agli investitori che hanno deciso di gestire in autonomia il proprio portafoglio e  $c_{self}$  sono i costi che l'investitore deve supportare se partecipa senza delegare la gestione del portafoglio.

Tali costi comprendono: il costo relativo alla partecipazione nel mercato azionario  $a$ , e il costo  $K$  relativo al tempo e al denaro speso per comprendere i principi di investimento base, ovvero per acquisire informazioni sufficienti sui rischi e sui benefici necessari, per determinare un mix ottimale tra azioni e attività prive di rischio.

Entrambi i tipi di costo sono chiaramente legati all'alfabetizzazione finanziaria  $FL$  dell'investitore e inoltre, il costo della formazione è anche legato al costo opportunità dell'investitore al tempo  $t$ .

Per ogni livello di alfabetizzazione finanziaria, gli investitori più impegnati sono quelli meno disposti a dedicare tempo alla gestione dei loro portafogli, rispetto agli investitori con un costo minore del tempo.

I costi di partecipazione al mercato azionario riguardo gli investimenti autonomi sono i seguenti:

$$c_{self} = f(a(FL), k(FL, t))$$

Questo semplice modello teorico ha introdotto i concetti base della fiducia e dell'alfabetizzazione finanziaria, in relazione alle scelte di investimento nel mercato azionario.

Quanto emerso dal modello è che: una maggior fiducia, sia in se stessi che nel consulente finanziario, dovrebbe indurre una maggiore probabilità di partecipazione al mercato azionario, in quanto aumenta il ritorno atteso dell'investimento e che una maggiore alfabetizzazione finanziaria, implica minori costi di informazione e una maggiore probabilità di partecipazione, infatti una parte dei costi di partecipazione  $a(FL)$  sono legati alla alfabetizzazione finanziaria, (indipendentemente dalla delega al consulente).

I risultati riscontrati relativamente alla scelta di affidarsi o meno a un consulente sono, invece, i seguenti: una maggiore fiducia nel consulente e una più bassa fiducia nelle proprie capacità, determina la scelta di affidarsi a un consulente; una maggiore alfabetizzazione finanziaria rende meno probabile la delega al consulente, perché riduce i costi di investimento; un costo opportunità maggiore del tempo rende la delega più probabile e, infine, l'effetto della fiducia dovrebbe essere più pronunciato per gli



individui meno alfabetizzati finanziariamente, perché non possedendo le giuste conoscenze finanziarie, devono affidarsi a una figura più competente.

Da una parte, quindi, ci si aspetta che un soggetto meno alfabetizzato finanziariamente tenda a ricorrere all'aiuto del consulente, dall'altra, però, anche un soggetto molto alfabetizzato tende comunque a richiedere i pareri di un consulente, se presenta un basso grado di *overconfidence* (Kruger e Dunning 1999), se ha un costo opportunità del tempo elevato (Hacketal *et al.* 2012), se crede che i consigli del consulente siano migliori (Bucher-Koenen 2011), se vede la consulenza come un'informazione complementare (Calcagno e Monticone, 2014) e se è un soggetto poco paziente (Frederick, 2005).

I soggetti più alfabetizzati, inoltre, tendono a non volere l'aiuto di un consulente, in particolar modo, quando in quest'ultimo percepiscono un conflitto d'interessi (Hackethal, Inderst e Meyer 2011), quando sentono di aver migliori capacità di apprendimento (Korniotis e Kumar 2013) o quando sono meno avversi al rischio (Frederick, 2005).

Si può, dunque, concludere che una maggior fiducia nei consulenti d'investimento e una maggior cultura finanziaria aumenta la probabilità di detenere attività rischiose.

Così, la fiducia nei consulenti aumenta la propensione a seguire le loro raccomandazioni e l'alfabetizzazione finanziaria aiuta gli investitori a riconoscere le fonti di investimento non professionali e a ridurre la probabilità di affidarsi alla consulenza finanziaria, diminuendo i costi di investimento.

#### ***Altre variabili che incidono sulla fiducia dell'investitore***

Come spiegato nei paragrafi introduttivi sulla fiducia, ci sono molte variabili che si legano a questo tema e che incidono sulle scelte dei soggetti, e in questo specifico caso, sugli investitori.

Gli studiosi empirici in materia hanno effettuato numerosi esperimenti e sondaggi, per comprendere l'influenza di queste variabili sulle scelte di investimento.

Secondo quanto emerso dai sondaggi della letteratura, anche se non sempre si dimostrano coerenti tra loro, tra le tante variabili che incidono sulle scelte degli investitori e sul loro livello di fiducia ci sono: l'istruzione, la propensione/avversione al rischio, la ricchezza, la zona geografica di appartenenza, il tasso di crescita di un paese, il rapporto e l'esperienza con la banca, la fiducia in se stessi e quella nei consulenti, etc.

In particolare si è rilevato che un'istruzione superiore comporta una propensione al rischio e un livello di fiducia maggiore; la ricchezza è positivamente correlata con l'alfabetizzazione finanziaria; l'avversione al rischio spinge gli individui a delegare le scelte di investimento ai consulenti; la fiducia nei consulenti e la mancanza di fiducia in se stessi propende per la delegazione dei risparmi<sup>75</sup>.

Inoltre, secondo un'analisi recente<sup>76</sup>, anche la conoscenza delle caratteristiche appartenenti al consulente finanziario possono influenzare la fiducia dell'investitore verso quest'ultimo.

Tale analisi sperimentale, infatti, dimostra che il possesso di informazioni sul livello di alfabetizzazione finanziaria del consulente, da parte dell'investitore, ha un effetto sulla sua fiducia. Al contrario di quanto ci si aspetterebbe, questo effetto è negativo, ovvero più l'investitore ha informazioni sul consulente, più basso è il suo grado di fiducia.

Una possibile spiegazione a riguardo, potrebbe essere riconducibile al processo di investimento: l'investitore in possesso di queste informazioni si concentra sulla valutazione del consulente, confrontando le proprie capacità con le sue, mentre l'investitore che non possiede informazioni sull'alfabetizzazione del consulente, si fida di quest'ultimo solamente basandosi sulle proprie tendenze personali.

Gli aspetti considerati finora incidono sulla scelta dell'investitore di affidarsi o meno alla consulenza finanziaria, e rappresentano uno strumento importante per il consulente, che, in parte, può intervenire per condizionarli, soprattutto se si tratta di caratteristiche legate alle anomalie comportamentali tipiche degli investitori.

### 3.2.3 LA TRASFERIBILITÀ DELLA FIDUCIA NEL RAPPORTO CONSULENTE-INVESTITORE

La fiducia è un fattore di fondamentale importanza, da tenere in considerazione nella scelta delle persone con le quali si decide di interagire o rapportarsi (McKnight *et al.* 1998 Zaheer *et al.* 1998).

Per analizzare l'aspetto della trasferibilità della fiducia è utile ricordare che quest'ultima può essere riposta nei confronti di un soggetto individuale (fiducia interpersonale), oppure nei confronti di un'organizzazione o degli individui appartenenti ad essa. Infatti,

---

<sup>75</sup> Chiara Monticone (2010), *Financial Literacy, Trust and Financial Advice*, Working Paper.

<sup>76</sup> Caterina Cruciani, Gloria Gardenal, Anna Moretti (2015). "*Fiducia e competenze finanziarie: un'analisi sperimentale*", Banca Impresa e Società.

anche un'organizzazione, oltre ai singoli individui, per essere considerata un partner per gli scambi, deve essere affidabile (Doney e Cannon 1997)<sup>77</sup>.

La trasferibilità della fiducia tra consulente finanziario e investitore è un tema nuovo per la letteratura, che si è occupata, più in generale, dei processi di trasferibilità di fiducia tra i singoli individui o tra le organizzazioni.

In ogni caso, quando si parla di trasferibilità di fiducia nel rapporto tra consulente e investitore, ci si riferisce alla percezione di fiducia da parte dell'investitore nei confronti del consulente. Essa può essere trasferita dalla rete di appartenenza del consulente, se questo è un promotore finanziario, oppure dalle sue sole caratteristiche individuali, se si tratta di un consulente indipendente.

Dunque, la trasferibilità della fiducia influenza l'investitore nelle scelte riguardanti l'ente finanziario al quale rivolgersi, la figura professionale alla quale appoggiarsi e il legame che si può creare tra investitore e consulente.

#### ***Il trasferimento di fiducia e le sue fonti***

Considerando il trasferimento di fiducia come un processo cognitivo, esso si verifica quando una persona basa la sua fiducia iniziale in un'entità, quale può essere una persona, un gruppo, o un'organizzazione; oppure in un contesto legato a quella particolare entità, come ad esempio il contesto sociale e ambientale. Questo significa che l'entità o il suo contesto di riferimento hanno trasmesso affidabilità al soggetto che ripone fiducia in loro.

McKnight *et al.* (1998) distinguono due tipi diversi di approcci alla fiducia: confidare in qualcuno secondo determinate credenze, e dare fiducia intenzionalmente, dove per fiducia intenzionale si intende la misura di fiducia che l'individuo è disposto a dare, a prescindere, ad una serie di azioni o comportamenti.

Le credenze riguardanti una certa azione, inoltre, hanno un effetto positivo sull'intenzione di svolgere quell'azione (Ajzen 1988), per cui c'è un rapporto positivo tra le credenze di fiducia e le intenzioni di fiducia (McKnight *et al.*, 1998)<sup>78</sup>.

Anche le fonti di trasferimento della fiducia contribuiscono ad influenzare il livello di affidabilità che un soggetto ripone negli altri. Tali fonti possono essere di vario tipo: tra queste c'è la garanzia di un soggetto terzo, secondo cui, ad esempio, un consumatore

---

<sup>77</sup> Akbar Zaheer, Bill McEvily, Vincenzo Perrone (1998), *Does trust metter? Exploring the effects of interorganizational and interpersonal trust on performance*, Organization Science, Vol 2, n 2, pp 141-159

<sup>78</sup> Katherine J. Stewart (2003), *Trust Transfer on the World Wide Web*, Organization Scienze, Vol 14, pp 5-17

può fidarsi di un venditore sconosciuto, se una terza persona gli garantisce di potersi fidare (Strub e Priest, 1976).

Come citato in precedenza, altre fonti di fiducia sono rappresentate dal contesto di riferimento (Henslin 1968), da un'organizzazione (Millimane Fugate 1988) o da un singolo individuo, perciò la fiducia percepita da un soggetto è influenzata dai fattori ambientali e sociali del contesto di riferimento, dall'affidabilità trasmessa dal gruppo di persone che costituisce l'organizzazione e dalle caratteristiche dei singoli individui.

Anche una semplice prova può essere considerata una fonte di trasferibilità di fiducia, infatti, un venditore può trasferire l'onere di ispirare fiducia, da se stesso ad una prova, che il venditore può presentare al potenziale cliente, per convincerlo ad acquistare. Tale prova deve offrire informazioni verificabili e attendibili, perché solo così potrà convincere il cliente ad acquistare (Milliman e Fugate, 1988).

Zaheer et al. (1998) trovarono una forte correlazione tra la fiducia riposta in una organizzazione e la fiducia riposta in un individuo all'interno di tale organizzazione.

Campbell (1958) ha introdotto il termine di **Entitativity** per descrivere il grado d'insieme secondo cui è percepito un gruppo di individui.

*"L'entitatività, in psicologia sociale, è la consapevolezza cognitiva di essere di fronte ad un aggregato umano definibile come gruppo, il quale possiede le caratteristiche salienti per essere definito come tale, relativamente alle relazioni tra i membri, gli obiettivi comuni, la consapevolezza dell'appartenenza e il desiderio di farne parte. L'entitatività di un agglomerato di persone, dunque, le fa percepire e riconoscere come insieme organizzato di individui"<sup>79</sup>.*

Il concetto di *entitativity* introduce lo studio dell'insieme di individui che sono percepiti come un'unità coesa.

Secondo le strategie di elaborazione delle informazioni sui gruppi, la prima impressione su un membro del gruppo, influenza la percezione anche sugli altri membri, così le informazioni riguardanti i soggetti appartenenti al gruppo vengono elaborate per cercare conferma sull'impressione che si è creata. In questo modo, se un membro del gruppo è considerato affidabile, tenderanno ad essere giudicati affidabili anche gli altri membri, a seconda del grado di *entitativity* appartenente al gruppo (McConnell et al. 1997).

---

<sup>79</sup> <http://it.wikipedia.org/wiki/Entitatività>

La maggior parte delle definizioni di gruppo presuppongono l'interazione oppure la condivisione di alcune somiglianze tra i soggetti che vi appartengono (DeLamater 1974, Homans 1950).

Quando viene utilizzata la similarità come criterio per la formazione dei gruppi, allora questi possono essere ricondotti a una categoria sociale. In alternativa, se un gruppo si basa sull'interazione tra i suoi membri, le percezioni su di essi sono più legate all'osservazione del loro comportamento (Wilder e Simon 1998).

I diversi tipi di interazione, inoltre, possono causare delle percezioni di *entitativity*, come ad esempio la coda davanti ad uno sportello di una banca, dove tutte le persone stanno in piedi, la compartecipazione di più soggetti ad un progetto, dove tutti collaborano per la realizzazione del piano attuato, oppure le azioni di una squadra sportiva (Lickel *et al.* 2000).

A prescindere dal grado di *entitativity*, qualsiasi insieme di individui, sia quelli con una relazione debole (come l'esempio delle persone in piedi davanti a uno sportello di una banca), sia quelli con forti rapporti reciproci (come i componenti di una famiglia), possono essere definiti come dei gruppi, ma il trasferimento della fiducia dal gruppo ai suoi singoli membri è tanto più forte quanto più alto è il grado di *entitativity*.

Il fatto che dei soggetti appartengano ad un gruppo, li fa percepire come più simili, e tale percezione diminuisce con l'aumento della dimensione del gruppo, così i membri di gruppi più piccoli risultano essere più simili tra loro, rispetto ai membri dei gruppi più grandi (Lickel *et al.* 2000).

**La fiducia istituzionale**, può essere ricondotta a un tipo particolare di fiducia verso un gruppo, in quanto il termine istituzione è usato per indicare *un gruppo organizzato o un apparato che persegue un particolare scopo in maniera sistematica, seguendo determinate regole e procedure.*<sup>80</sup>

Tale fiducia trasmette sicurezza agli individui, dando loro garanzie, reti di sicurezza, e altri mezzi di supporto (McKnight *et al.* 1998), e deriva dalla convinzione dei soggetti, che le strutture servono per facilitare e incoraggiare un loro comportamento fiducioso (Zucker 1986).

Il contesto dove si svolgono le interazioni tra individui implica l'insieme di istituzioni o le strutture nelle quali avviene l'interazione tra i soggetti, e i diversi tipi di fattori contestuali ambientali e sociali possono influenzare i rapporti di fiducia tra individui o

---

<sup>80</sup> <http://www.treccani.it/enciclopedia/istituzioni>

organizzazioni. Come, ad esempio, la religione (La Porta et al. 1997) o i mezzi di comunicazione della società (Fisman e Khanna 1999)<sup>81</sup>.

Questi studi di letteratura, illustrano, dunque, quali sono le caratteristiche della trasferibilità della fiducia, che possono essere riproposte anche in ambito finanziario, per capire la loro influenza sul rapporto consulente-investitore.

Il concetto di *entitativity*, introdotto precedentemente, ad esempio, è utile per comprendere come il grado di fiducia riposta dall'investitore nei confronti di un promotore finanziario, sia fortemente influenzato dal gruppo di appartenenza di quest'ultimo, quindi dall'ente finanziario per cui lavora.

Più una banca gode di un'ottima reputazione, in termini di qualità e trasparenza dei servizi offerti, più sarà facile, per lei e per i suoi promotori, trasferire fiducia all'investitore, in quanto il cliente percepisce l'ente bancario e i suoi promotori finanziari come un gruppo coeso. Al contrario, un consulente indipendente, non essendo inserito in un contesto di gruppo, non può sfruttare il vantaggio di *entitativity*, a meno che non appartenga a delle società di consulenza finanziaria.

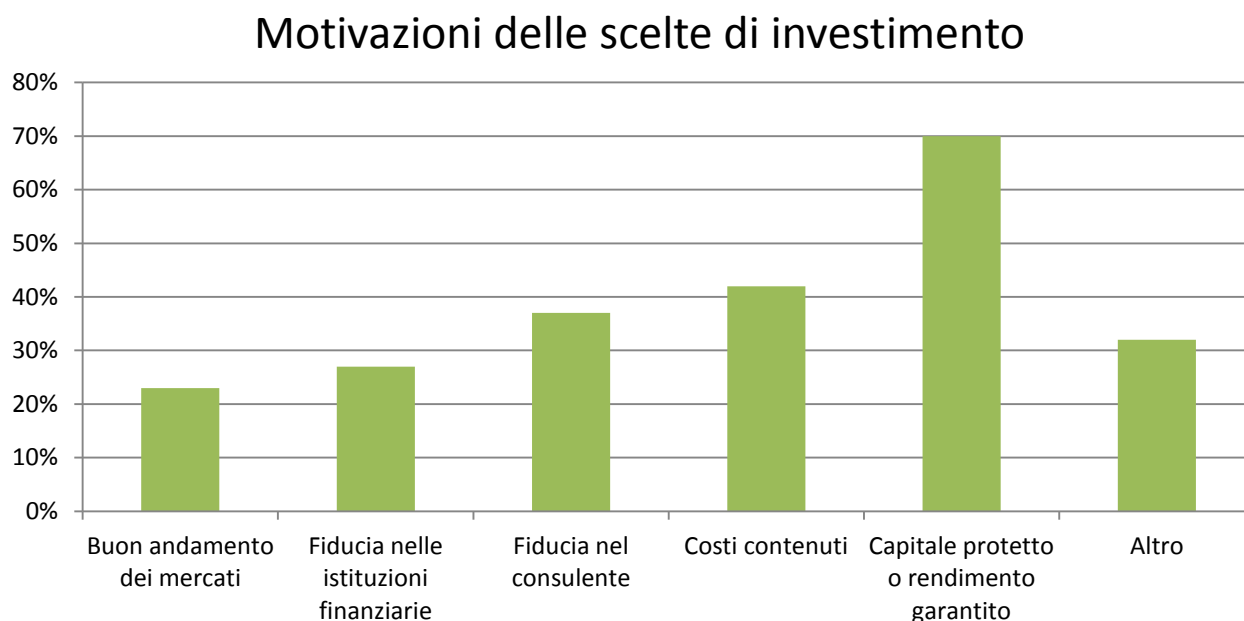
Secondo i dati inerenti gli investimenti delle famiglie italiane proposti dalla Consob, nella Relazione per l'anno 2014, si evince che, tra le motivazioni alla base delle decisioni di investimento delle famiglie, c'è anche la fiducia riposta nelle istituzioni finanziarie (Grafico 3.7).

A riprova di quanto affermato dalla letteratura, dunque, l'investitore, quando riflette sulle decisioni di investimento, è influenzato anche dalla fiducia trasmessa dalle istituzioni finanziarie alle quali si rivolge, e non solo dalla fiducia che gli trasmette il consulente finanziario.

---

<sup>81</sup> Santi Furnari (2014), Interstitial spaces: microinteraction settings and the genesis of new practices between institutional fields, *Academy of Management Review*, Vol 39, n 4, pp 439-462.

FIGURA 3.7: MOTIVAZIONI ALLA BASE DELLE DECISIONI DI INVESTIMENTO DELLE FAMIGLIE ITALIANE



FONTE: RELAZIONE DELLA CONSOB, ANNO 2014, FIG. 114, PAG 277

Il trasferimento della fiducia da parte delle istituzioni finanziarie e del consulente non rappresentano le uniche motivazioni alla base delle scelte di investimento dell'investitore.

Il grafico, infatti, rappresenta come prima motivazione di investimento, con una percentuale del 70%, la condizione che il capitale investito sia protetto e garantisca un rendimento minimo, come seconda condizione, invece, con una percentuale del 40%, riporta i costi contenuti d'investimento, e poi illustra ancora altre condizioni, tra cui il buon andamento dei mercati<sup>82</sup>.

In questo terzo capitolo sono state trattate le dinamiche del rapporto di fiducia tra consulente e investitore, analizzandone le caratteristiche, le cause e la trasferibilità. Questi argomenti saranno ulteriormente approfonditi nel quarto capitolo, dove verranno presentati i risultati ottenuti dalla somministrazione, ai consulenti finanziari, di un questionario, realizzato sulla base di queste tematiche.

<sup>82</sup> Consob (2015), *Relazione per l'anno 2014*

---

# CAPITOLO 4 - IL RUOLO DELLA FIDUCIA TRA IL CONSULENTE FINANZIARIO E L'INVESTITORE: UN'ANALISI EMPIRICA SUI CONSULENTI

## 4.1 INTRODUZIONE

Quest'ultima parte dell'elaborato si occuperà di analizzare i risultati di un questionario rivolto ai consulenti finanziari, che è stato creato per definire e avvalorare i temi studiati finora.

Nel primo capitolo è stato approfondito il tema della *finanza comportamentale*, ovvero quella disciplina che, attraverso gli studi di psicologia cognitiva, individua gli errori comportamentali commessi dagli agenti economici e causati dalla loro irrazionalità.

La finanza comportamentale è un supporto per l'attività della *consulenza finanziaria*, descritta nel secondo capitolo, in quanto permette di individuare gli errori comuni commessi dagli investitori nelle scelte di investimento e permette di aiutare il consulente stesso a non commettere sbagli dettati dall'irrazionalità, generata dai limiti cognitivi presenti nelle persone.

Un tipo particolare di comportamento umano, di estrema rilevanza sia per le discipline economiche in generale, sia per quelle finanziarie, è *la fiducia*, ovvero la probabilità soggettiva con la quale un agente giudica che un altro agente o un gruppo di agenti eseguirà un'azione (Gambetta 1998). La fiducia non fa parte delle ipotesi previste dalle teorie classiche, le quali presuppongono l'agire egoistico dell'uomo, che ha come unico fine quello di massimizzare il proprio benessere. Questo tema, spiegato nel terzo capitolo, è stato analizzato nell'ambito finanziario, in particolare sono stati descritti gli aspetti caratteristici del rapporto di fiducia tra consulente e investitore.

Il questionario somministrato ai consulenti, di cui si parlerà in questo capitolo, dunque, si pone l'obiettivo di studiare le caratteristiche del processo di fiducia tra investitori e consulenti finanziari. Il motivo che ha spinto lo studio di questi fattori è l'importanza del tema della fiducia, non solo in ambito economico, per la crescita del Paese, ma anche in



ambito finanziario, per le scelte di consumo/risparmio/investimento e per la composizione dei portafogli degli investitori.

## 4.2 DESCRIZIONE DEL QUESTIONARIO

La fiducia è sempre stata un tema di grande interesse per l'analisi economica, vista la sua relazione positiva con lo sviluppo di un Paese; anche la letteratura organizzativa se ne è occupata, dimostrandone il vantaggio per la mobilitazione delle risorse all'interno delle organizzazioni, per gli scambi e per le negoziazioni (Zaheer, 1998).

Nonostante questo interesse, però, non si è ancora giunti ad una spiegazione univoca del processo di fiducia e gli studi su tale aspetto sono ancora limitati per la difficoltà di raccogliere dei dati che permettano di capire come si sviluppa il rapporto tra consulente e investitore.

Un valido strumento di ricerca, per cercare di approfondire questo tema ancora poco diffuso, sono i questionari, che consentono di effettuare delle ricerche approfondite, rivolgendo ai soggetti d'interesse delle domande specifiche, inerenti i temi oggetto delle ricerche stesse.

Il questionario di cui si parlerà in questo capitolo è stato realizzato all'interno di un progetto di ricerca promosso dal CERME (Centro di Economia Sperimentale) dell'Università Cà Foscari di Venezia, in collaborazione con Swiss&Global Asset Management, con il fine di individuare gli aspetti caratteristici del processo di fiducia tra investitore e consulente finanziario.

L'analisi che verrà affrontata in questo capitolo si focalizzerà sulla parte iniziale del progetto di ricerca. Verranno, quindi, approfondite le modalità di costruzione del questionario, analizzando le domande rivolte ai consulenti e saranno studiati i dati derivanti dalla somministrazione del questionario a un piccolo campione, per capire la validità delle domande e per effettuare le opportune modifiche.

Questa prima parte del progetto servirà per attuare, in seguito, la somministrazione del questionario a un campione molto più numeroso di consulenti, che consentirà di

raccogliere dei risultati più attendibili<sup>83</sup>. Le domande, inoltre, sono rivolte ai consulenti finanziari, liberi professionisti con vincolo di mandato<sup>84</sup>.

Il questionario è stato presentato il 26 marzo al Salone del Risparmio 2015, tenutosi a Milano presso la SDA Bocconi. Durante questo evento, sono stati somministrati i questionari ai consulenti finanziari, in modo anonimo e senza alcuna retribuzione, facendoli compilare tramite ipad, permettendo, così, un confronto diretto con i partecipanti.

Il campione a cui ci si è rivolti comprende 34 consulenti, le cui caratteristiche verranno esaminate nell'ultima sezione del questionario, quella riguardante il profilo del consulente.

Il questionario, riportato in appendice, può essere suddiviso in più sezioni, ognuna delle quali riguarda determinati aspetti del processo di fiducia tra consulente e investitore.

*Le sezioni* in cui si può dividere il questionario sono principalmente sette: la propensione alla fiducia, la fiducia interorganizzativa, la trasferibilità della fiducia, le pratiche relazionali, la percezione del ruolo dell'organizzazione, l'*overconfidence*, e il profilo del consulente.

La prima sezione tratta il tema della *trust attitude* del consulente, ovvero la sua propensione alla fiducia. Essa comprende le prime tre domande: la prima è di carattere generale e indaga qual è la propensione alla fiducia del consulente verso diversi gruppi di persone (famiglia, vicini, conoscenti, gente che si incontra per la prima volta, persone di un'altra religione e di un'altra nazione); mentre la seconda e la terza sono più specifiche e riguardano l'importanza della fiducia nel rapporto tra consulente e investitore. La seconda domanda cerca di capire quanto conta la fiducia per il consulente nel rapporto con i suoi clienti, e la terza domanda, invece, chiede quanto la fiducia, secondo il consulente, conti per i suoi clienti.

La seconda sezione comprende la quarta domanda e tratta il tema della fiducia interorganizzativa, analizzando, sotto vari punti di vista, la percezione di fiducia del consulente relativamente al suo rapporto di mandato con la rete/banca.

La terza sezione si occupa del tema della trasferibilità della fiducia, ricomprendendo la domanda cinque, che chiede al consulente quanti clienti resterebbero con la banca se lui

---

<sup>83</sup> questo elaborato non si occuperà della somministrazione del questionario a un campione più ampio.

<sup>84</sup> le parti successive del progetto, oltre a coinvolgere un campione più numeroso di consulenti, intendono rivolgere il questionario anche agli investitori.

cambiasse rete di appartenenza, e la domanda sei che richiede di indicare con un ordine preciso gli aspetti che, secondo il consulente, spingerebbero il cliente a seguirlo nel caso di un suo trasferimento.

La quarta sezione, costituita dalla settima e dall'ottava domanda, riguarda le pratiche relazionali tra consulente e investitore, ovvero gli incontri strutturati svolti dal consulente nell'arco di un anno e l'importanza degli elementi che caratterizzano la relazione con il cliente (come ad esempio la durata della loro relazione, la chiarezza e la velocità di risposta del consulente etc).

La quinta sezione, ricompresa tra la nona e la tredicesima domanda, concerne la percezione del ruolo dell'organizzazione e si focalizza sui seguenti temi: il luogo di incontro tra consulente e investitore, gli strumenti di comunicazione usati dal consulente per comunicare con i clienti e usati durante i colloqui e gli argomenti trattati prima, dopo e dopo un anno dalla sottoscrizione del contratto. La tredicesima domanda, appartenente a questa sezione riguarda il tema della *sociability* e richiede al consulente se ha mai partecipato a delle attività come il volontariato, le donazioni di sangue, corsi di aggiornamento su propria iniziativa etc.

La sesta sezione affronta il tema dell'*overconfidence*, ovvero cerca di capire quanto il consulente sia soggetto a questo tipo di errore comportamentale, cioè se è portato ad avere un'eccessiva fiducia rispetto alla previsione di un evento, determinandone l'esito con un'eccessiva certezza. Per individuare il grado di *overconfidence*, il consulente verrà sottoposto a delle domande di cultura generale (riportate nella domanda quattordici), a cui dovrà rispondere indicando un valore massimo e uno minimo, secondo un intervallo di confidenza dell'80%, mentre nella quindicesima domanda gli verrà chiesto di quantificare le domande a cui pensa di aver risposto correttamente.

La settima e ultima sezione comprende il resto delle domande (dalla sedicesima alla venticinquesima) e si occupa di analizzare il profilo del consulente intervistato, da un punto di vista delle caratteristiche personali: il sesso, l'età e il titolo di studi; e dal punto di vista delle caratteristiche dei suoi clienti e del suo lavoro: la tipologia e la quantità di clienti seguiti, il totale di portafoglio gestito e l'organizzazione di appartenenza.

Nei paragrafi successivi verrà spiegata, nel dettaglio, ciascuna domanda di ogni sezione, con le relative risposte date dal campione di consulenti intervistati, per capirne le motivazioni e per verificarne la loro efficacia.

## 4.3 PRIMA SEZIONE: L'ATTITUDINE DEL CONSULENTE ALLA FIDUCIA

La letteratura ha individuato tre tipi di fiducia:

- I. la fiducia generalizzata, ovvero quella provata dalla popolazione<sup>85</sup> nei confronti della società. Si tratta di un indice importante per effettuare delle previsioni sull'andamento economico di un Paese, visto il rapporto positivo tra queste due variabili;
- II. la fiducia particolaristica, cioè quella che si prova verso un determinato gruppo di soggetti, come ad esempio la famiglia, gli amici o le categorie professionali;
- III. la fiducia condizionale o *responsive trust*<sup>86</sup>, che mette in evidenza l'aspetto relazionale della fiducia, presupponendo che un atto di fede da parte di un soggetto nei confronti di un altro, induca quest'ultimo a comportarsi in modo affidabile.

La prima sezione del questionario è costituita dalle prime tre domande e affronta il tema della propensione alla fiducia del consulente, analizzando nella prima domanda la predilezione alla fiducia particolaristica, e nelle altre due domande l'importanza della fiducia nel rapporto tra consulente e investitore.

### 4.3.1 DOMANDA 1

*Potresti dirmi se ti fidi delle persone appartenenti a ciascuno di questi gruppi completamente, abbastanza, poco o per nulla?*

	Per nulla (1)	Poco (2)	Abbastanza (3)	Completamente (4)
Famiglia (1)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Vicini (2)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Conoscenti (3)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Gente che incontra per la prima volta (4)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Persone di un'altra religione (5)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Persone di un'altra nazione (6)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

<sup>85</sup> Popolazione mondiale rilevata attraverso il WVS (World Value Survey).

<sup>86</sup> Il tema della *responsive trust* è stato affrontato nel terzo capitolo, paragrafo 3.1.1.

Questa prima domanda intende indagare la propensione del consulente alla fiducia particolaristica, verso i seguenti gruppi di persone: la famiglia, i vicini, i conoscenti, la gente che si incontra per la prima volta, le persone di altra religione e le persone di altra nazione.

Tale domanda è stata formulata sia con l'obbiettivo di individuare il grado di fiducia (per nulla, poco, abbastanza, completamente) attribuito ai diversi gruppi identificati, sia per fare un confronto sulla fiducia ottenuta da quest'ultimi, per capire se i consulenti sono propensi a una fiducia generalizzata<sup>87</sup> oppure sono propensi a fidarsi solo di alcuni gruppi in particolare. I risultati ottenuti dalle risposte alla prima domanda sono riportati nella figura 4.1.

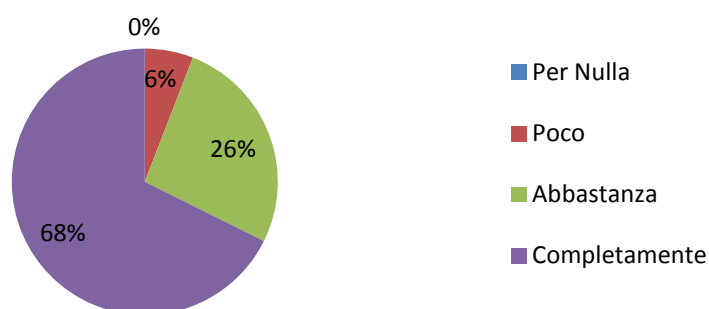
FIGURA 4.1: RISULTATI DELLA DOMANDA 1

*Dati suddivisi per valore*

	Fiducia nella famiglia	Fiducia nei vicini	Fiducia nei conoscenti	Fiducia nella gente nuova	Fiducia nelle persone con religione diversa	Fiducia nelle persone di altra nazione
Per nulla	0	5	4	8	3	1
Poco	2	14	16	21	13	10
Abbastanza	9	14	13	5	17	20
Completamente	23	1	1	0	1	3

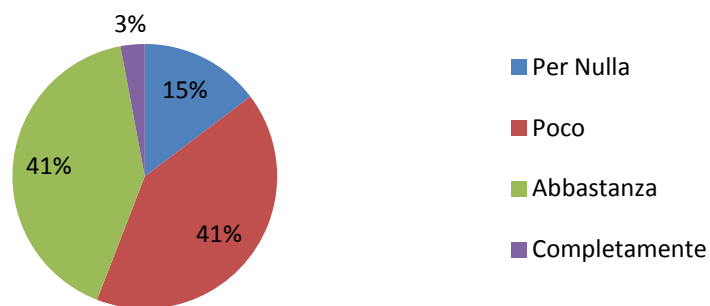
*Rappresentazione grafica dei dati suddivisi per valore*

## Fiducia nella famiglia

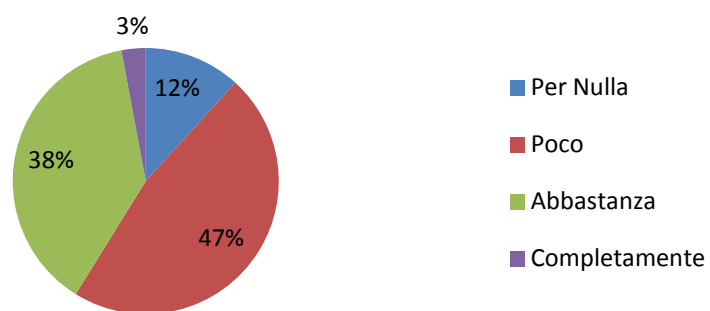


<sup>87</sup> La fiducia generalizzata è la fiducia verso gli altri in generale (e non verso un gruppo specifico di persone). Questo tema è stato discusso nel terzo capitolo, paragrafo 3.1.2.

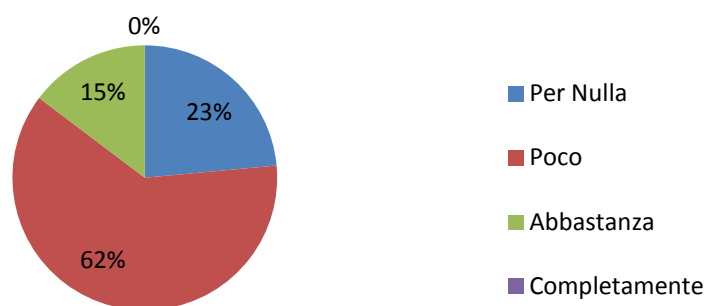
## Fiducia nei vicini



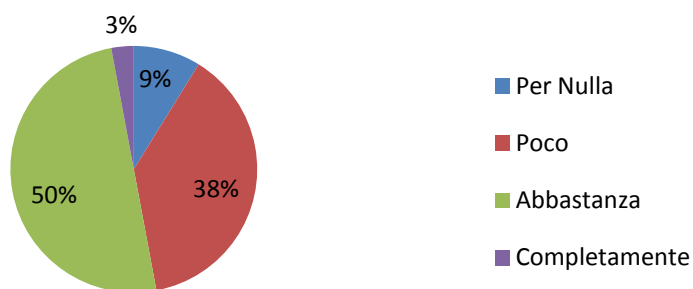
## Fiducia nei conoscenti



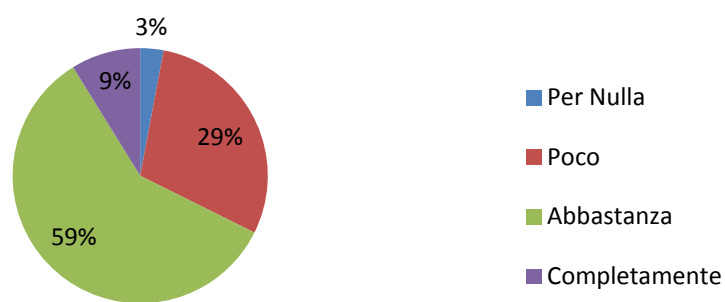
## Fiducia nella gente nuova



## Fiducia nelle persone con religione diversa

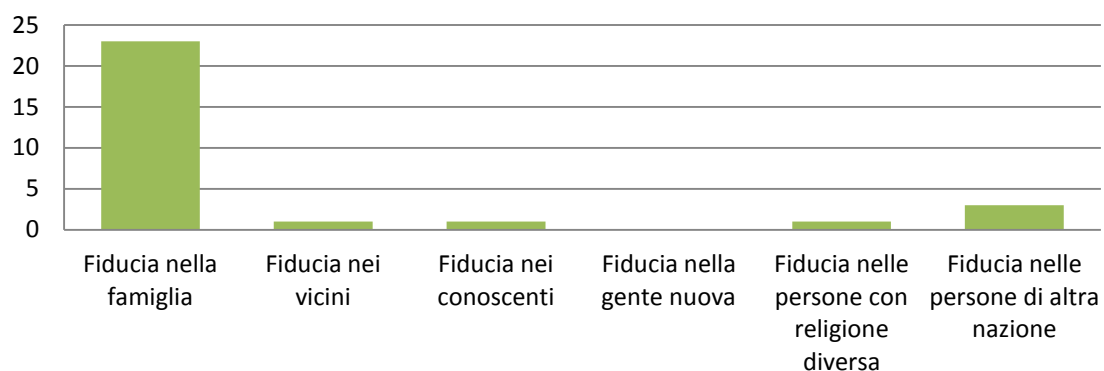


## Fiducia nelle persone di altra nazione

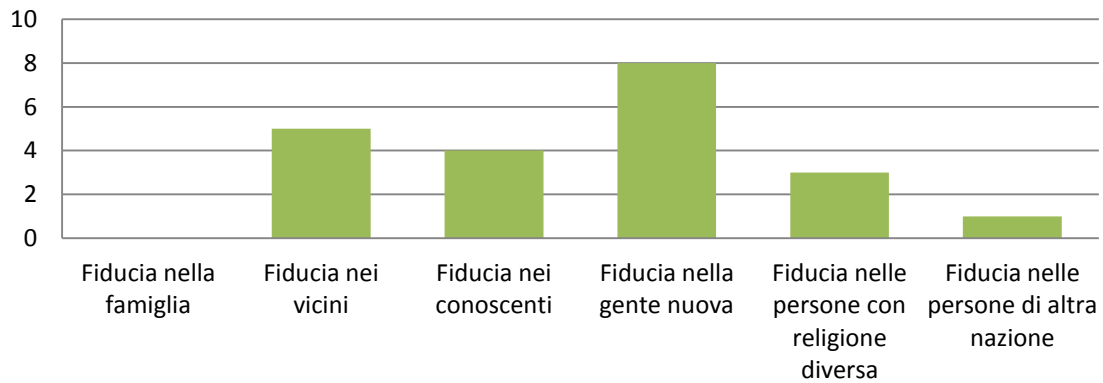


*Altri dati utili per l'analisi dei risultati*

## Attribuzione del valore 4: completa fiducia



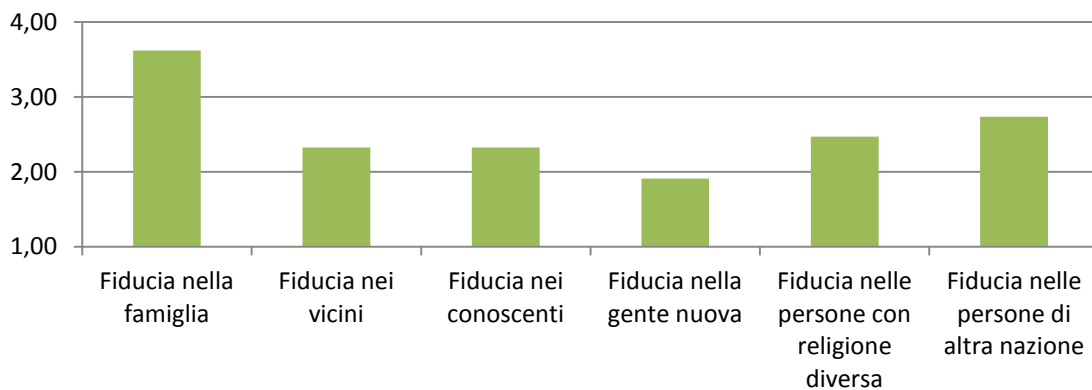
## Attribuzione del valore 1: mancata fiducia



*Media*

	Fiducia nella famiglia	Fiducia nei vicini	Fiducia nei conoscenti	Fiducia nella gente nuova	Fiducia nelle persone con religione diversa	Fiducia nelle persone di altra nazione
Media	3,62	2,32	2,32	1,91	2,47	2,74

## Media

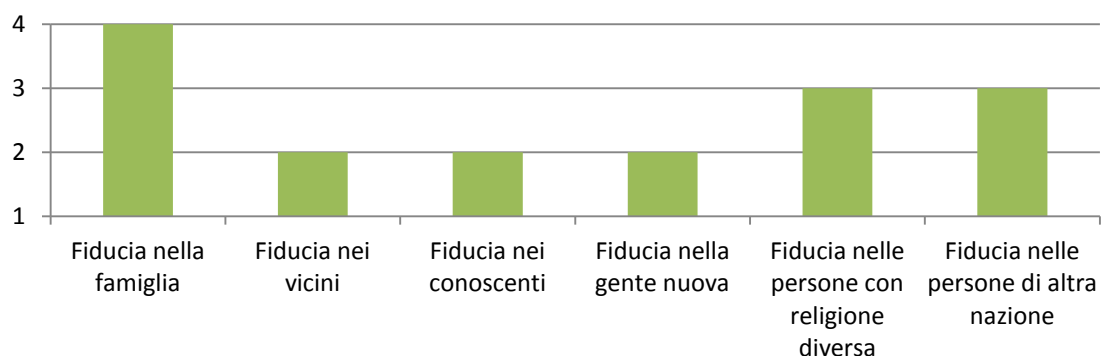


*Mediana*

	Fiducia nella famiglia	Fiducia nei vicini	Fiducia nei conoscenti	Fiducia nella gente nuova	Fiducia nelle persone con religione diversa	Fiducia nelle persone di altra nazione
Mediana	4	2	2	2	3	3



## Mediana



### Deviazione standard

	Fiducia nella famiglia	Fiducia nei vicini	Fiducia nei conoscenti	Fiducia nella gente nuova	Fiducia nelle persone con religione diversa	Fiducia nelle persone di altra nazione
Deviazione standard	0,60	0,77	0,73	0,62	0,71	0,67

Osservando le risposte illustrate nella Figura 4.1, i dati suddivisi per valore per ciascun gruppo di persone, riportano una particolare propensione alla fiducia verso la famiglia: il 68% dei consulenti intervistati ha risposto (attribuendo il valore massimo 4) di fidarsi completamente di questo gruppo e lo 0% ha risposto di non fidarsi per niente (attribuendo il valore minimo 1). Una percentuale così alta di completa fiducia non si è registrata in nessuno degli altri gruppi che, al contrario, riportano percentuali di completa fiducia quasi nulle.

Il gruppo che, invece, ha riscosso meno fiducia è quello della gente nuova, che riporta il valore medio di propensione alla fiducia più basso (1,91), registrando il 62% degli intervistati che rivela di fidarsi poco di questo gruppo (attribuendo il valore 2) e lo 0% che dice di fidarsi completamente.

Dunque, considerando i valori medi e osservando i grafici che riportano le percentuali dei quattro possibili valori (per nulla, poco, abbastanza e per niente) per ogni gruppo di persone, risulta che il gruppo per cui si tende ad avere una maggiore fiducia, dopo la famiglia che presenta un valore medio di 3,62, sono le persone di altra nazione (2,74), seguito da quelle di religione diversa (2,47) e dagli ultimi due gruppi, i vicini e i conoscenti, che presentano lo stesso valore medio (2,32), mentre il gruppo che ispira una minor fiducia è quello della gente che si incontra per la prima volta (1,91).

Confrontando i risultati dei vari gruppi di persone, si nota che i consulenti intervistati non sono caratterizzati da una propensione alla fiducia generalizzata, ovvero quella verso gli altri, a prescindere dal gruppo di appartenenza, in quanto il livello di fiducia riposta dai consulenti è differente tra i diversi gruppi.

Questi risultati sono in linea con quanto descritto nel terzo capitolo<sup>88</sup>, dove è stato illustrato che, nell'anno 2013, il 56,8% delle persone si ritiene abbastanza soddisfatta delle relazioni con la famiglia, il 33,4% si ritiene molto soddisfatta e il 6,4% si ritiene poco soddisfatta. Allo stesso modo, infatti, i consulenti a cui è stato sottoposto il questionario mostrano una propensione media alla fiducia verso la famiglia pari al 3,62, che rappresenta un valore tra 4 (che significa fidarsi completamente) e 3 (che significa fidarsi abbastanza).

La fiducia nei conoscenti, inoltre, riporta un valore medio pari a 2,32, inferiore rispetto al valore medio della fiducia verso la famiglia, di 3,62, e può essere assimilata alla fiducia verso gli amici<sup>89</sup>, che registra nel 2013 una percentuale del 23,7% di italiani molto soddisfatti per le relazioni amicali, un risultato sempre inferiore rispetto a quello registrato per le relazioni familiari.

Questi esiti dimostrano che c'è una forte fiducia particolaristica verso la famiglia, da parte dei consulenti, che secondo quanto illustrato nella Relazione annuale della Consob<sup>90</sup>, ricopre un ruolo rilevante anche nelle scelte di investimento. I dati riportati in questa Relazione, dimostrano che tra le determinanti delle decisioni di investimento, quella più importante è consultare la famiglia (come fanno il 32% degli investitori), poi c'è quella di investire dopo aver consultato un esperto (17%), decidere in completa autonomia (10%), affidare la gestione a un esperto (5%) e infine quella di ascoltare i conoscenti (3%).

---

<sup>88</sup> paragrafo 3.1.2, sezione "fiducia nella famiglia e negli amici".

<sup>89</sup> paragrafo 3.1.2, terzo capitolo, sezione "fiducia nella famiglia e negli amici".

<sup>90</sup> "L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane", anno 2014.

### 4.3.2 DOMANDA 2 E DOMANDA 3

#### Domanda 2

*Quanto pensi che conti la fiducia nel rapporto con i tuoi clienti?*

	Poco 1 (1)	2 (2)	3 (4)	4 (5)	5 (6)	6 (7)	7 Molto (8)
(1)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

#### Domanda 3

*Quanto pensi che i tuoi clienti pensino che conti la fiducia nel rapporto che hai con loro?*

	Poco 1 (1)	2 (2)	3 (4)	4 (5)	5 (6)	6 (7)	7 Molto (8)
(1)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Queste due domande si pongono l'obiettivo di misurare l'importanza della fiducia (attraverso una scala da 1-poco a 8-molto) nel rapporto tra consulente e investitore.

La seconda domanda intende individuare quanto conta la fiducia per il consulente nel rapporto con i suoi clienti, e la terza domanda chiede, invece, quanto la fiducia, secondo il consulente, conta per i suoi clienti.

A differenza della prima domanda, riguardante la fiducia particolaristica, queste altre due sono focalizzate sul tema centrale del questionario: il rapporto di fiducia tra investitore e consulente.

La ragione di queste due domande è quella di individuare sia quanto conta la fiducia per il consulente finanziario e quanto secondo lui conta la fiducia per i suoi clienti, sia quella di capire se c'è variabilità nelle risposte a queste due domande, quindi capire se ci sono consulenti per cui la fiducia conta molto ma che pensano conti poco per i loro

clienti, o viceversa. I risultati ottenuti dalle risposte a queste due domande sono riportati nella figura 4.2.

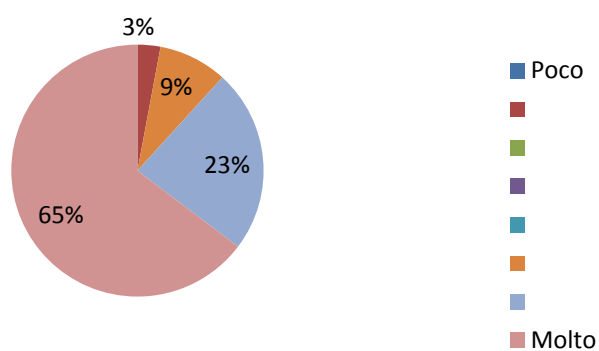
FIGURA 4.2: RISULTATI DELLA DOMANDA 2 E DELLA DOMANDA 3

*Dati suddivisi per valore*

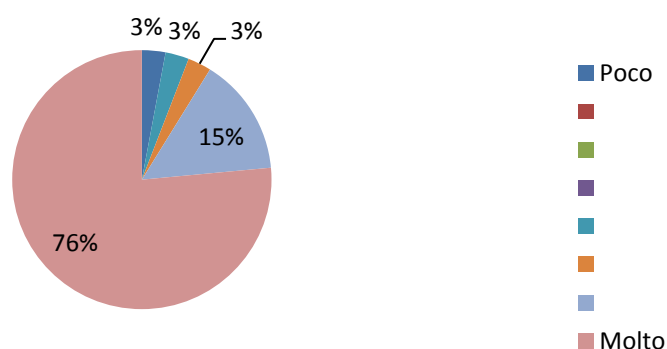
	Importanza della fiducia nel rapporto con il cliente	Importanza della fiducia per il cliente secondo il consulente
1-Poco	1	0
2	0	1
3	0	0
4	0	0
5	1	0
6	1	3
7	5	8
8-Molto	26	22

*Rappresentazione grafica dei dati suddivisi per valore*

### Importanza della fiducia per il cliente secondo il consulente



## Importanza della fiducia nel rapporto con il cliente



*Altri dati utili per l'analisi dei risultati*

*Attribuzione del valore 8: massima fiducia*

	Importanza della fiducia nel rapporto con il cliente	Importanza della fiducia per il cliente secondo il consulente
Massima fiducia	26	22

*Attribuzione del valore 1: minima fiducia*

	Importanza della fiducia nel rapporto con il cliente	Importanza della fiducia per il cliente secondo il consulente
Minima fiducia	1	0

*Media*

	Importanza della fiducia nel rapporto con il cliente	Importanza della fiducia per il cliente secondo il consulente
Media	7,50	7,41

*Mediana*

	Importanza della fiducia nel rapporto con il cliente	Importanza della fiducia per il cliente secondo il consulente
Mediana	8	8

### Deviazione standard

	Importanza della fiducia nel rapporto con il cliente	Importanza della fiducia per il cliente secondo il consulente
Deviazione standard	1,33	1,16

Dai risultati riportati nella figura 4.2, si nota che non vi è una particolare differenza tra l'importanza della fiducia per il consulente (domanda 2) e l'importanza della fiducia per il cliente, secondo il consulente (domanda 3).

Queste conclusioni sono dimostrate sia dai dati suddivisi per valore, dove le due colonne riportano numeri molto vicini per ogni valore (da 1 a 8), sia guardando i valori medi che sono quasi uguali: l'importanza della fiducia per il consulente registra una media di 7,50 e l'importanza della fiducia per il cliente, secondo il consulente, registra una media di 7,41, mentre la mediana per entrambi è 8. Il valore che si discosta poco più rispetto agli altri, è quello massimo, che rivela una maggior fiducia per i consulenti (26), piuttosto che per i clienti (22).

Secondo queste deduzioni, dunque, la fiducia risulta molto importante nel rapporto investitore-consulente (presentando un valore medio quasi vicino al massimo) sia per i consulenti, sia per i clienti secondo il consulente, ma non si è riscontrata nessuna variabilità tra le risposte alle due domande.

Allo stesso modo, la letteratura spiega i vantaggi di affidarsi alla figura del consulente, che riveste un ruolo fondamentale di guida per le scelte degli investitori.

Lo studio di Shapira e Venezia, affrontato nel terzo capitolo<sup>91</sup>, dimostra che l'investitore ottiene un valore aggiunto dai suoi investimenti, se decide di riporre fiducia nel consulente, che grazie alle sue competenze, riesce a realizzare una migliore gestione dei risparmi. I portafogli degli investitori che si affidano ai consulenti finanziari, infatti, offrono in media maggiori ritorni, sia in termini di rendimento atteso, che in termini di sicurezza, presentando un basso rischio (sistematico e non sistematico), minori probabilità di perdite, e una maggiore diversificazione.

E' opportuno, inoltre, ricollegarsi a quanto è stato detto, nel terzo capitolo, sulle motivazioni alla base delle decisioni di investimento delle famiglie italiane<sup>92</sup>, in quanto tra quest'ultime è stata ricompresa anche la fiducia nella figura del consulente, che

<sup>91</sup> paragrafo 3.2.1, terzo capitolo, sezione "il contributo dei consulenti finanziari nelle decisioni di investimento".

<sup>92</sup> paragrafo 3.2.3, terzo capitolo, grafico 3.7- Relazione della Consob, anno 2014

raggiunge una buona posizione, con una percentuale del 37%, collocandosi al terzo posto, dopo la protezione del capitale con rendimento garantito (70%) e i costi di investimento contenuti (42%).

L'importanza della fiducia nel rapporto tra consulente e investitore sembra, dunque, consolidata secondo entrambi i punti di vista, quello del consulente e quello del cliente, secondo il consulente.

#### 4.4 SECONDA SEZIONE: LA FIDUCIA INTER-ORGANIZZATIVA

La seconda sezione comprende la quarta domanda, che tratta della fiducia inter-organizzativa, analizzando, sotto vari punti di vista, il rapporto tra il consulente e la sua rete/banca.

##### 4.4.1 DOMANDA 4

*La tabella che segue presenta alcune affermazioni relative al tuo rapporto con la tua rete/banca. Nel rispondere a queste domande, ti preghiamo di fare riferimento esclusivamente al rapporto di mandato con la tua rete/banca. Indica la tua valutazione per ciascuna di queste affermazioni usando una scala da 1 a 7, dove 1 indica che non sei per niente d'accordo e 7 che lo sei completamente.*

	1 (1)	2 (2)	3 (3)	4 (4)	5 (5)	6 (6)	7 (7)
La mia banca/rete è sempre stata corretta nel definire le condizioni del mio mandato. (1)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Se ne avesse l'opportunità, la mia banca/rete potrebbe approfittare del nostro rapporto a mie spese. (2)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Data la passata esperienza, esito ad accettare tutto quello che la mia banca/rete mi propone. (3)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
La mia banca/rete è degna di fiducia. (4)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Se non ci sono chiari accordi commerciali, esito ad accettare tutto quello che la mia banca/rete mi propone. (5)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Questa domanda permette di chiarire gli aspetti relativi al rapporto tra il consulente e la sua rete di appartenenza.

Il consulente deve dare un punteggio da 1 (per niente d'accordo) a 7 (completamente d'accordo) ai seguenti aspetti:

1. La correttezza della sua banca/rete nel definire le condizioni del suo mandato.
2. La possibilità che la sua banca/rete si approfitti di lui, a sue spese, nel caso ne avesse l'opportunità.
3. L'esitare ad accettare tutto quello che la sua banca/rete gli propone, in virtù della sua passata esperienza.
4. Se crede che la sua banca/rete sia degna di fiducia.
5. L'esitare ad accettare tutto quello che la sua banca/rete gli propone, se non ci sono chiari accordi commerciali.

Tali punti sono tutti legati alla percezione della fiducia da parte del consulente nei confronti della sua banca/rete di appartenenza. L'obiettivo di questa domanda, infatti, è comprendere se il consulente si fida dell'organizzazione in cui è inserito. I risultati ottenuti sono riportati nella figura 4.3.

FIGURA 4.3: RISULTATI DELLA DOMANDA 4

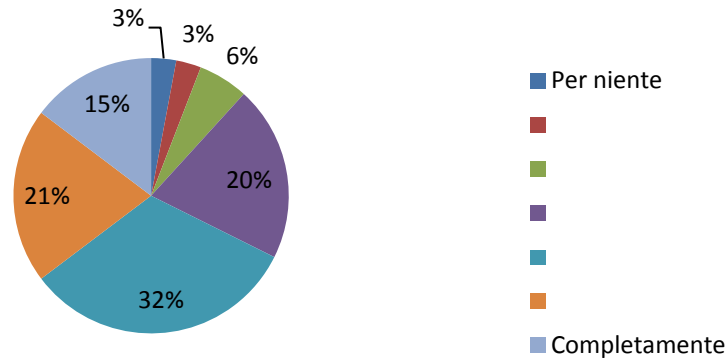
*Dati suddivisi per valore*

	Correttezza della mia banca/rete nelle condizioni di mandato	La mia banca/rete approfitterebbe del nostro rapporto	Esito ad accettare proposte dalla mia banca/rete (esperienza passata)	La mia banca/rete è degna di fiducia?	Esito ad accettare proposte dalla mia banca/rete (accordi chiari)
Per niente	1	5	5	1	2
	1	3	2	0	4
	2	9	7	1	1
	7	8	8	12	7
	11	2	7	4	3
	7	5	4	8	8
Completamente	5	2	1	8	9

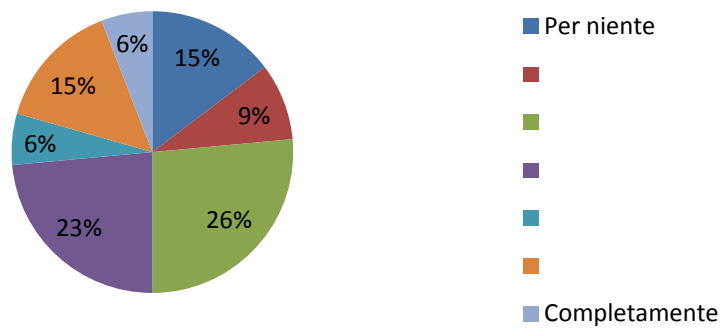


Rappresentazione grafica dei dati suddivisi per valore

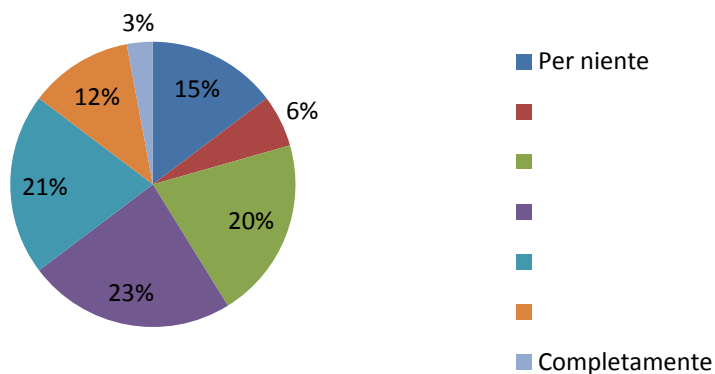
### Correttezza della mia banca/rete nelle condizioni di mandato



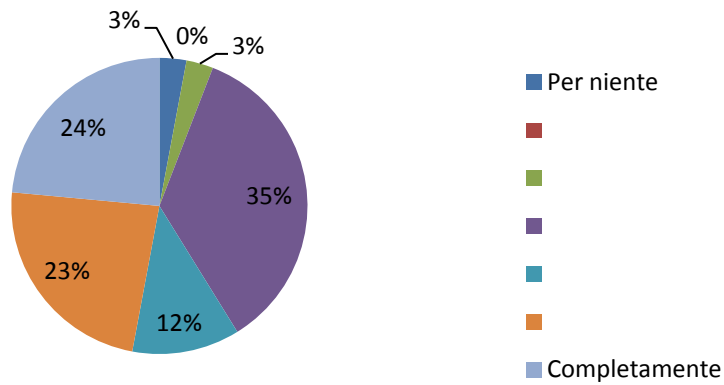
### La mia banca/rete approfitterebbe del nostro rapporto



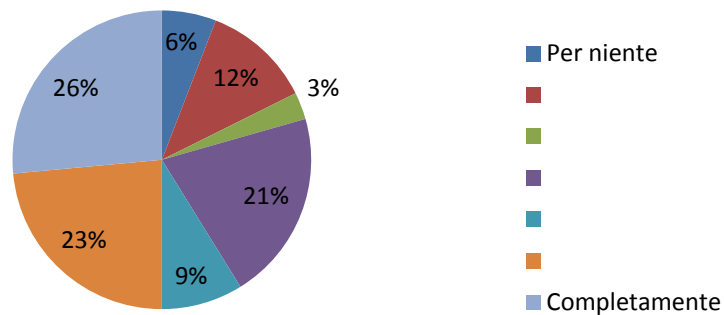
### Esito ad accettare proposte dalla mia banca/rete (esperienza)



## La mia banca/rete è degna di fiducia?



## Esito ad accettare proposte dalla mia banca/rete (accordi)



*Altri dati utili per l'analisi dei risultati*

*Attribuzione del valore 7: completamente d'accordo*

	Correttezza della mia banca/rete nelle condizioni di mandato	La mia banca/rete apprieterrebbe del nostro rapporto	Esito ad accettare proposte dalla mia banca/rete (esperienza passata)	La mia banca/rete è degna di fiducia?	Esito ad accettare proposte dalla mia banca/rete (accordi chiari)
Intervistati	5	2	1	8	9

*Attribuzione del valore 1: per niente d'accordo*

	Correttezza della mia banca/rete nelle condizioni di mandato	La mia banca/rete approfitterebbe del nostro rapporto	Esito ad accettare proposte dalla mia banca/rete (esperienza passata)	La mia banca/rete è degna di fiducia?	Esito ad accettare proposte dalla mia banca/rete (accordi chiari)
Intervistati	1	5	5	1	2

*Media*

	Correttezza della mia banca/rete nelle condizioni di mandato	La mia banca/rete approfitterebbe del nostro rapporto	Esito ad accettare proposte dalla mia banca/rete (esperienza passata)	La mia banca/rete è degna di fiducia?	Esito ad accettare proposte dalla mia banca/rete (accordi chiari)
Media	4,97	3,65	3,76	5,18	4,91

Secondo l'impostazione della domanda, gli aspetti 1 e 4 risulteranno positivi se avranno un maggior punteggio (dove il massimo è 7), mentre gli altri sono inversamente proporzionali con il livello di fiducia riposta dal consulente: più sono alti, minore è la percezione di fiducia.

Tra i cinque elementi individuati nella domanda, quelli più generali per capire il rapporto di fiducia tra consulente e banca/rete sono il quarto, che richiede se la banca/rete è degna di fiducia, e il secondo, che richiede se la banca/rete si approfitterebbe del rapporto con il consulente; in quanto valutano la fiducia riposta in generale nei confronti dell'organizzazione, senza indagare su particolari aspetti (come le condizioni di mandato, la chiarezza degli accordi e la passata esperienza).

I valori medi presentano un buon risultato per l'aspetto 4, con un risultato di 5,18, anche se non rappresenta un livello di completa fiducia da parte del consulente nei confronti della sua banca/rete, e per l'aspetto 1, a cui è attribuito un valore quasi pari a 5, che indica una fiducia abbastanza forte verso la correttezza della banca nel definire le condizioni contrattuali.

Il quinto aspetto, che presenta un valore medio quasi pari a 5, indica, invece, che il consulente tende ad accettare proposte dalla sua banca solo se sono definiti chiari accordi commerciali, dunque non ripone una fiducia incondizionata nei confronti della sua rete di appartenenza.

Per quanto riguarda gli altri aspetti, il 2 e il 3, riportano dei valori medi poco significativi in quanto sono circa pari a 3,5 che rappresenta il valore neutro della scala da 1 a 7.

Quanto si è riscontrato in questa domanda è che solo il 24% dei consulenti ripone una completa fiducia (attribuzione del valore massimo 7) nei confronti della banca/rete a cui appartiene, mentre secondo i valori medi c'è una tendenza a fidarsi abbastanza. Inoltre, visto il diverso significato attribuito ai valori dei cinque aspetti esaminati, sarebbe opportuno, per una migliore comprensione, modificare le domande per ottenere una relazione positiva tra il punteggio dato e la percezione di fiducia (come le domande 1 e 4).

Questi temi di fiducia organizzativa sono stati studiati anche dalla letteratura organizzativa, che ha enfatizzato l'importanza della fiducia nella mobilitazione e nella strutturazione delle risorse sia all'interno delle organizzazioni, sia nelle reti inter-organizzative (McEvily 2003).

Inoltre la teoria delle reti ha approfondito l'impatto della fiducia sulle performance delle reti intra e inter-organizzative (Zaheer, 1998) spiegando il ruolo centrale della fiducia nei processi di negoziazione e scambio.

## 4.5 TERZA SEZIONE: LA TRASFERIBILITÀ DELLA FIDUCIA

La terza sezione, caratterizzata dalla quinta e sesta domanda, introduce il tema della trasferibilità della fiducia. La quinta domanda chiede al consulente quanti clienti resterebbero con la banca se lui dovesse cambiare rete di appartenenza, e la sesta domanda, invece, chiede di indicare, con un ordine preciso, gli aspetti che secondo il consulente, indurrebbero il cliente a seguirlo nel caso di un suo trasferimento.

### 4.5.1 DOMANDA 5

*Quale percentuale dei tuoi clienti stimi che resterebbe con la tua banca/rete attuale se tu cambiassi banca/rete?*

L'obiettivo di questo quesito è capire quanta fiducia è riuscito a trasmettere il consulente ai suoi clienti, in relazione a quella trasferita dalla rete di appartenenza del consulente ai clienti.

I dati ottenuti dalla risposta a questa domanda sono i seguenti:

- *Media: 57,21%*
- *Mediana: 70%*
- *D.standard: 39%*
- *Quanti hanno risposto il valore massimo 100%: 3*
- *Quanti hanno risposto il valore minimo 0%: 1*

Prima di analizzare i risultati, è doveroso chiarire che le risposte date dai consulenti possono essere influenzate sia da un eccessivo ottimismo o pessimismo, che li induce a sottovalutare o sopravvalutare la percentuale dei clienti che resterebbe con la banca, sia da una sopravvalutazione delle proprie potenzialità. Infatti, secondo gli aspetti comportamentali studiati nel primo capitolo<sup>93</sup>, gli individui sono soggetti a compiere delle valutazioni irrazionali, a causa dei loro limiti cognitivi.

Osservando le risposte date dai 34 consulenti intervistati, emerge che, secondo loro, la percentuale media dei clienti che rimarrebbe con la banca, nonostante un trasferimento del consulente, è del 57,21%, dunque più della metà dei clienti. Inoltre, nessuno degli intervistati ha dimostrato un eccessivo ottimismo rispondendo che tutti lo seguirebbero, e solo tre di loro hanno risposto che tutti i clienti resterebbero con la banca, dimostrando un eccessivo pessimismo. In questa domanda è utile osservare anche la deviazione standard, in quanto presenta un valore alto del 39%, che indica un'alta variabilità delle risposte date. Tale aspetto significa che le risposte dei consulenti sono abbastanza dissonanti tra loro, e un ulteriore approfondimento sarebbe interessante per capirne di più sui legami consulente-investitore e banca-investitore.

Riprendendo quanto spiegato nel terzo capitolo<sup>94</sup> nella Relazione della Consob dell'anno 2014, tra le motivazioni di investimento delle famiglie c'è anche la fiducia nelle istituzioni finanziarie, oltre a quella riposta nel consulente. Questo aspetto dimostra che la trasferibilità di fiducia può avvenire sia da parte del consulente, che da parte dell'organizzazione alla quale quest'ultimo appartiene.

---

<sup>93</sup> paragrafo 1.4.2, capitolo 1.

<sup>94</sup> paragrafo 3.2.3, grafico 3.7

Secondo i risultati ottenuti da questa domanda del questionario, i 34 consulenti intervistati credono che l'organizzazione a cui appartengono abbia una maggiore capacità di trasferire fiducia, rispetto a loro (tenendo sempre conto, però, dell'alta variabilità delle risposte) perciò il 57% dei clienti decide di rimanere fedele alla banca/rete.

Un'altra precisazione utile da fare, che verrà chiarita nella domanda successiva, è che il rapporto di fiducia tra l'investitore e la banca, o quello tra l'investitore e il consulente, dipende da vari aspetti, come il tipo di servizio/prodotto richiesto a quest'ultimo, dalle condizioni economiche d'investimento, dall'entità del capitale investito e ancora altri fattori.

#### 4.5.2 DOMANDA 6

*Dalla lista seguente ordina dal più al meno importante, trascinandoli dalla colonna di sinistra al riquadro a destra, gli aspetti che renderebbero più probabile che un cliente ti segua in caso di un trasferimento ad altre rete/banca.*

Ranking	
_____	Durata della relazione. (1)
_____	Entità dei guadagni conseguiti. (2)
_____	Dimensione del portafoglio gestito. (3)
_____	Informalità della relazione. (4)
_____	La mia età professionale. (5)
_____	Entità delle perdite subite. (6)
_____	Maggiori prodotti offerti alla clientela. (7)
_____	Condizioni economiche più vantaggiose per il cliente. (8)
_____	Reputazione della nuova banca. (9)

Questa domanda è legata a quella precedente, in quanto indaga quali sono gli aspetti che renderebbero più probabile che il cliente si dimostri fedele al consulente, piuttosto che alla sua banca, nel caso di un trasferimento del consulente in altre banche.

Tra gli elementi presentati come possibili alternative, sono stati scelti degli aspetti economici caratterizzanti l'operato del consulente, quali l'entità dei guadagni conseguiti, la dimensione del portafoglio gestito e l'entità delle perdite subite; dei fattori socio-relazionali, come la durata della relazione, l'informalità della relazione e l'età

professionale del consulente; e infine delle condizioni legate alla nuova banca, come i maggiori prodotti offerti alla clientela, la reputazione della nuova banca e le condizioni economiche più vantaggiose per il cliente. I risultati ottenuti da questa domanda sono riportati nella figura 4.4.

FIGURA 4.4: RISULTATI DELLA DOMANDA 6

*Valori attribuiti secondo un ranking da 1-più importante a 9-meno importante*

*Media*

Relazione duratura	Guadagni ottenuti	Dimensione portafoglio	Informalità della relazione	Età professionale	Perdite subite	Prodotti offerti	Condizioni economiche	Reputazione personale
2,32	4,38	5,53	6,41	4,50	6,38	5,56	5,18	4,74

*Mediana*

Relazione duratura	Guadagni ottenuti	Dimensione portafoglio	Informalità della relazione	Età professionale	Perdite subite	Prodotti offerti	Condizioni economiche	Reputazione personale
1	4,5	5,5	7	4	7,5	5,5	5	4,5

*Deviazione standard*

Relazione duratura	Guadagni ottenuti	Dimensione portafoglio	Informalità della relazione	Età professionale	Perdite subite	Prodotti offerti	Condizioni economiche	Reputazione personale
2,33	2,07	2,54	2,18	2,40	2,71	2,02	2,01	2,63

*Attribuzione della prima posizione*

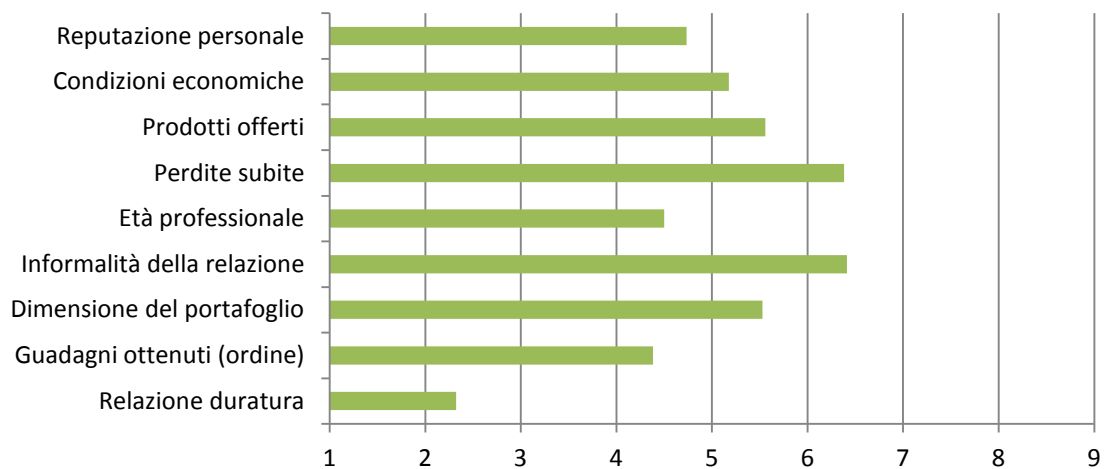
Relazione duratura	Guadagni ottenuti	Dimensione portafoglio	Informalità della relazione	Età professionale	Perdite subite	Prodotti offerti	Condizioni economiche	Reputazione personale
19	3	3	0	2	1	1	1	4

### Attribuzione dell'ultima posizione

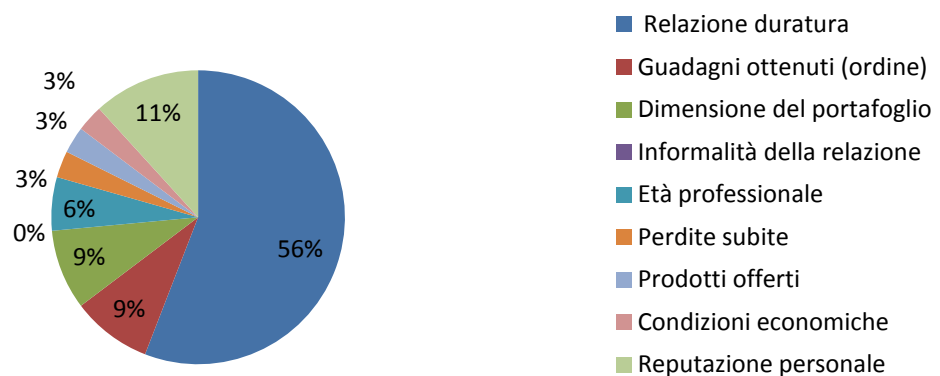
Relazione duratura	Guadagni ottenuti	Dimensione portafoglio	Informalità della relazione	Età professionale	Perdite subite	Prodotti offerti	Condizioni economiche	Reputazione personale
3	2	3	5	2	11	3	2	3

### Rappresentazione grafica dei valori

#### Media delle posizioni

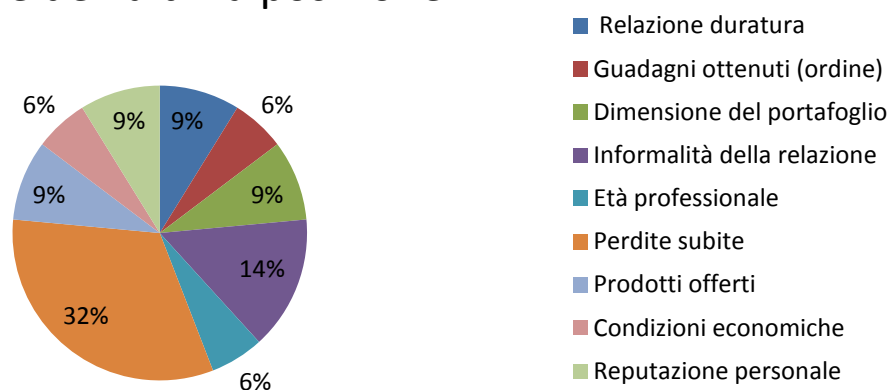


#### Attribuzione della prima posizione





## Attribuzione dell'ultima posizione



Dalla risposte ottenute da questa domanda, è stato possibile ordinare, dal più importante al meno importante, gli elementi caratterizzanti il rapporto cliente-consulente rispetto al legame cliente-rete.

Secondo i valori medi, l'ordine degli aspetti che renderebbero più probabile che i clienti seguano il consulente nel caso di un trasferimento è:

1. Relazione duratura ( 2)
2. Guadagni ottenuti (4,4)
3. Età professionale (4,5)
4. Reputazione professionale (4,7)
5. Condizioni economiche (5)
6. Dimensione del portafoglio (5,5)
7. Prodotti offerti (5,6)
8. Perdite subite (6,4)
9. Informalità della relazione (6,4)

La durata della relazione tra consulente e investitore sembra dunque il fattore ritenuto più importante, anche se la scelta dei consulenti potrebbe esser stata influenzata dalla sua prima posizione nella tabella del ranking, è indispensabile verificarlo, cambiando l'ordine degli elementi, oppure cambiando modalità di risposta, sostituendo l'ordine con l'attribuzione di un punteggio da 1 a 7 per ogni aspetto.

Nel primo capitolo<sup>95</sup> di questo elaborato, è stato descritto il fenomeno di avversione alle perdite e propensione ai guadagni, per cui gli agenti tendono a scartare le scommesse

<sup>95</sup> paragrafo 1.4.4, nella sezione "funzione del valore"

simmetriche che presentano la stessa probabilità di vincere o perdere la stessa somma di denaro, essendo loro più sensibili alle perdite, hanno bisogno di un guadagno maggiore per compensare una possibile perdita.

Secondo questa impostazione teorica ci si aspetterebbe una posizione più alta delle perdite subite rispetto ai guadagni, si tratta di un altro aspetto interessante da approfondire. Infine tra i primi posti, come quanto ci si potrebbe aspettare, ci sono gli aspetti relativi alla professionalità del consulente.

## 4.6 QUARTA SEZIONE: LE PRATICHE RELAZIONALI

La quarta sezione, costituita dalla settima e dall'ottava domanda, si riferisce alle pratiche relazionali tra consulente e investitore, ovvero agli incontri strutturati svolti dal consulente nell'arco di un anno e all'importanza degli elementi che caratterizzano la relazione con il cliente (come ad esempio la formalità della loro relazione, la chiarezza e la velocità di risposta del consulente etc).

### 4.6.1 DOMANDA 7

*Quanti incontri strutturati fai con i tuoi clienti in media in un anno (12 mesi)? Dove per "incontri strutturati" si intendono incontri della durata di circa un'ora e mezza Per favore, indica il numero in cifre.*

I risultati ottenuti da questa domanda sono i seguenti:

- Media 76,56
- Mediana 4,5
- Deviazione standard 200,35

Si nota principalmente l'eccessivo valore della deviazione standard che indica una fortissima variabilità nelle risposte. La maggior parte di queste è definita entro il valore 10 circa, infatti la mediana riporta un valore del 4,5, poi ce ne sono alcune vicine ai valori di 200 o addirittura 600 e solo una che riporta un valore di 1000.

In media gli incontri strutturati riportano un valore di 77 incontri strutturati durante l'anno. Questi valori sono influenzati dalla tipologia e dal modo di lavorare del consulente, dall'entità del portafoglio gestito e dal tipo di cliente servito. Con un campione più grande di dati sarebbe significativo fare delle verifiche delle correlazioni tra questi aspetti.

#### 4.6.2 DOMANDA 8

*Metti in ordine dal più importante al meno importante gli elementi che caratterizzano la tua relazione con i clienti, trascinandoli dall'elenco di sinistra al riquadro di destra.*

Ranking

_____	Velocità di risposta. (1)
_____	Chiarezza della risposta. (2)
_____	Coerenza delle risposte date a diversi clienti. (3)
_____	Coerenza nelle indicazioni di investimento fornite ai clienti nel tempo. (4)
_____	Chiarezza della rendicontazione. (5)
_____	Informalità della relazione- possibilità di parlare non solo di investimenti. (6)
_____	Formalità della relazione - centrata su argomenti tecnici. (7)
_____	Flessibilità nel comunicare (orari, luoghi, mezzi). (8)
_____	Lunghezza della relazione col cliente. (9)
_____	Possibilità di discutere di altri temi relativi al patrimonio dei clienti. (10)
_____	Frequenza degli incontri. (11)

Questa domanda può sembrare simile alla sesta, in quanto richiede di mettere in ordine dal più importante al meno importante gli elementi che, secondo il consulente, caratterizzano la relazione con i clienti.

L'obiettivo, qui, è quello di analizzare gli aspetti relativi al legame tra il consulente e il cliente, al di fuori del paragone con il legame tra il cliente e la banca, come è stato esaminato nella sesta domanda.

Gli aspetti che sono stati scelti come possibili alternative per il consulente, sono sia aspetti tecnici, quali ad esempio la velocità, la chiarezza e la coerenza nelle risposte fornite dal consulente e la coerenza nelle informazioni; sia aspetti sociali, quali l'informalità, la formalità, la flessibilità e la lunghezza della relazione, la possibilità di discutere di vari temi, la chiarezza nella rendicontazione e la frequenza degli incontri. I risultati ottenuti da questa domanda sono riportati nella figura 4.5.

FIGURA 4.5: RISULTATI DELLA DOMANDA 8<sup>96</sup>

*Media*

Velocità di risposta	Chiarezza nelle risposte	Coerenza nelle risposte	Ceranza nelle indicazioni	Chiarezza nella rendicontazione	Informalità della relazione	Formalità della relazione	Flessibilità della relazione	Lunghezza della relazione	Possibilità di discutere vari temi	Frequenza degli incontri
4,52	3,48	5	4,87	7,39	6,26	7,81	6,52	6,97	5,97	7,23

*Mediana*

Velocità di risposta	Chiarezza nelle risposte	Coerenza nelle risposte	Ceranza nelle indicazioni	Chiarezza nella rendicontazione	Informalità della relazione	Formalità della relazione	Flessibilità della relazione	Lunghezza della relazione	Possibilità di discutere vari temi	Frequenza degli incontri
4	2	4	4	8	6	7	7	9	5	7

*Deviazione standard*

Velocità di risposta	Chiarezza nelle risposte	Coerenza nelle risposte	Ceranza nelle indicazioni	Chiarezza nella rendicontazione	Informalità della relazione	Formalità della relazione	Flessibilità della relazione	Lunghezza della relazione	Possibilità di discutere vari temi	Frequenza degli incontri
2,85	3,17	2,93	3,26	2,55	2,86	2,34	2,79	3,57	2,76	2,91

*Attribuzione della prima posizione*

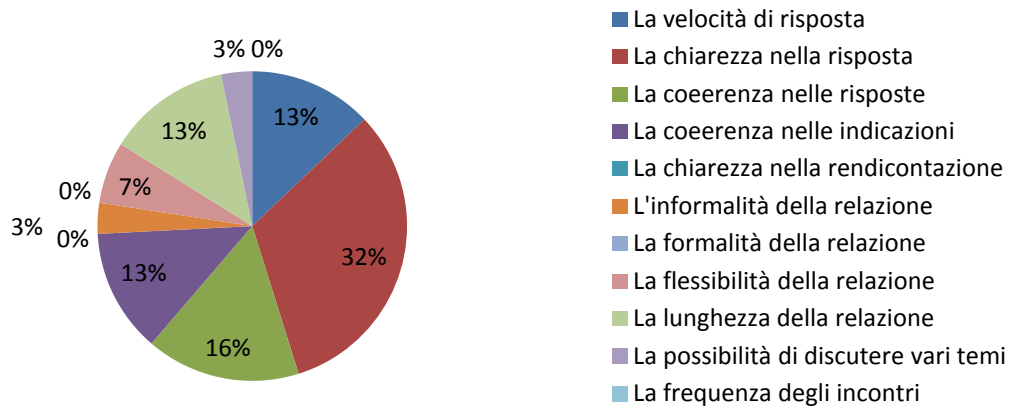
Velocità di risposta	Chiarezza nelle risposte	Coerenza nelle risposte	Ceranza nelle indicazioni	Chiarezza nella rendicontazione	Informalità della relazione	Formalità della relazione	Flessibilità della relazione	Lunghezza della relazione	Possibilità di discutere vari temi	Frequenza degli incontri
4	10	5	4	0	1	0	2	4	1	0

*Attribuzione dell'ultima posizione*

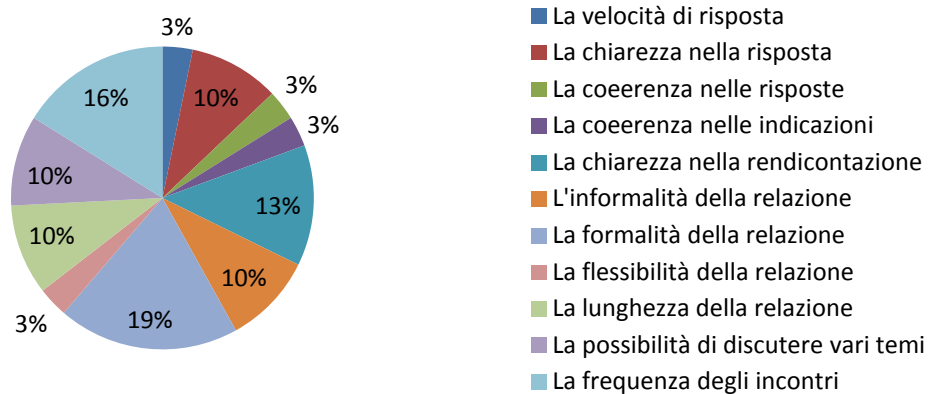
Velocità di risposta	Chiarezza nelle risposte	Coerenza nelle risposte	Ceranza nelle indicazioni	Chiarezza nella rendicontazione	Informalità della relazione	Formalità della relazione	Flessibilità della relazione	Lunghezza della relazione	Possibilità di discutere vari temi	Frequenza degli incontri
1	3	1	1	4	3	6	1	3	3	5

<sup>96</sup> I dati sono relativi ad un campione di 31 intervistati poiché 3 su 34 non hanno risposto a causa di un errore

## Attribuzione della prima posizione



## Attribuzione dell'ultima posizione



Dai risultati illustrati in figura 4.5, secondo i valori medi riportati in seguito tra parentesi, risulta il seguente ordine:

1. Chiarezza della risposta (3,5)
2. La velocità della risposta (4,5)
3. La coerenza nelle indicazioni (4,9)
4. La coerenza nelle risposte (5)
5. La possibilità di discutere vari temi (6)
6. L'informalità della relazione (6,3)
7. La flessibilità della relazione (6,5)
8. La lunghezza della relazione (7)
9. La frequenza degli incontri (7,2)
10. La chiarezza nella rendicontazione (7,4)

## 11. La formalità della relazione (7,8)

Osservando l'ordine degli elementi, si nota che il consulente predilige i fattori più tecnici e professionali della relazione con il cliente, come quelli posizionati tra i primi posti, rispetto a quelli più sociali, che, invece, si trovano tra ultimi posti. L'aspetto che ha ottenuto la più scarsa considerazione, invece, è la formalità della relazione.

Gli argomenti relativi a questa domanda, quali le competenze tecniche e relazionali del consulente, sono stati trattati nel secondo capitolo<sup>97</sup>, dove si descrivono le caratteristiche che il consulente di investimento deve possedere, per svolgere al meglio sua attività.

## 4.7 QUINTA SEZIONE: LA PERCEZIONE DEL RUOLO DELL'ORGANIZZAZIONE

La quinta sezione, che ricomprende le domande dalla nona alla tredicesima, può essere a sua volta suddivisa in due parti: la prima parte tratta degli aspetti organizzativi dell'attività del consulente, focalizzandosi sui seguenti temi: il luogo d'incontro, gli strumenti di comunicazione usati dal consulente per comunicare e colloquiare con i clienti e gli argomenti trattati prima e dopo la sottoscrizione del contratto; la seconda parte (che ricomprende la tredicesima domanda), affronta, invece, il tema della *sociability*, richiedendo al consulente se ha mai partecipato ad attività come il volontariato, le donazioni di sangue o dei corsi di aggiornamento su propria iniziativa etc.

### 4.7.1 DOMANDA 9

*Di seguito troverai una lista di possibili luoghi di incontro con i tuoi clienti. Per favore indica per ciascuna di essi quanto tempo in percentuale li utilizzi (pensando alla totalità dei tuoi clienti).*

% Tempo

_____	Ufficio della banca (1)
_____	Ufficio proprio (2)
_____	Altro luogo pubblico (3)
_____	Domicilio del cliente (4)

<sup>97</sup> paragrafo 2.6, nelle sezioni "competenze tecniche" e "competenze commerciali"

Questa domanda introduce la descrizione degli aspetti organizzativi riguardanti l'attività del consulente. Tra le varie competenze che il consulente deve possedere per ottenere un buon svolgimento della sua attività, ci sono anche le competenze organizzative<sup>98</sup>, di cui si è parlato nel secondo capitolo. L'obiettivo di questa prima parte della sezione, è comprendere l'aspetto organizzativo dell'attività del consulente, in relazione al suo rapporto con il cliente.

La nona domanda richiede al consulente di indicare in percentuale quanto utilizza i luoghi sopra indicati, per incontrare il cliente. I risultati ottenuti sono riportati nella figura 4.6.

FIGURA 4.6: RISULTATI DELLA DOMANDA 9

*Media*

Con i miei clienti mi trovo nell'ufficio della banca (%)	Con i miei clienti mi trovo nel mio ufficio (%)	Con i miei clienti mi trovo in un altro luogo pubblico (%)	Con i miei clienti mi trovo nel loro domicilio (%)
34,65	20,76	5,18	39,41

*Mediana*

Con i miei clienti mi trovo nell'ufficio della banca (%)	Con i miei clienti mi trovo nel mio ufficio (%)	Con i miei clienti mi trovo in un altro luogo pubblico (%)	Con i miei clienti mi trovo nel loro domicilio (%)
30	8	0	40

*Deviazione standard*

Con i miei clienti mi trovo nell'ufficio della banca (%)	Con i miei clienti mi trovo nel mio ufficio (%)	Con i miei clienti mi trovo in un altro luogo pubblico (%)	Con i miei clienti mi trovo nel loro domicilio (%)
29,63	30,21	10,54	29,36

*Attribuzione del valore minimo: 0%*

Con i miei clienti mi trovo nell'ufficio della banca (%)	Con i miei clienti mi trovo nel mio ufficio (%)	Con i miei clienti mi trovo in un altro luogo pubblico (%)	Con i miei clienti mi trovo nel loro domicilio (%)
5	15	23	5

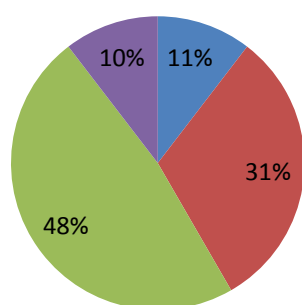
<sup>98</sup>paragrafo 2.6, sezione "competenze organizzative"

Attribuzione del valore massimo: 100%

Con i miei clienti mi trovo nell'ufficio della banca (%)	Con i miei clienti mi trovo nel mio ufficio (%)	Con i miei clienti mi trovo in un altro luogo pubblico (%)	Con i miei clienti mi trovo nel loro domicilio (%)
2	2	0	1

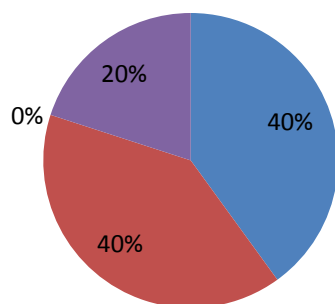
Rappresentazione grafica dei valori

## Attribuzione del valore minimo



- Con i miei clienti mi trovo nell'ufficio della banca (%)
- Con i miei clienti mi trovo nel mio ufficio (%)
- Con i miei clienti mi trovo in un altro luogo pubblico (%)
- Con i miei clienti mi trovo nel loro domicilio (%)

## Attribuzione del valore massimo



- Con i miei clienti mi trovo nell'ufficio della banca (%)
- Con i miei clienti mi trovo nel mio ufficio (%)
- Con i miei clienti mi trovo in un altro luogo pubblico (%)
- Con i miei clienti mi trovo nel loro domicilio (%)

Secondo quanto riportato dai valori medi il luogo di incontro più utilizzato dal consulente è il domicilio del cliente (39,41%), seguito dall'ufficio della banca (34,65%), dall'ufficio del consulente (20,76%) e infine da un altro luogo pubblico (5,18%). Inoltre, quest'ultimo luogo di incontro, che riporta il risultato peggiore, presenta il 48% degli intervistati che ha risposto di non utilizzarlo mai. Questi risultati sono in linea quanto ci si sarebbe aspettato per esperienza.



## 4.7.2 DOMANDA 10

*Metti in ordine dal più al meno importante gli strumenti di comunicazione che utilizzi per comunicare e/o aggiornare i tuoi clienti. Lascia pure nella colonna di sinistra gli strumenti che non usi.*

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

La decima domanda chiede al consulente di definire un ordine sulla frequenza di utilizzo degli elementi riportati nella tabella, con la possibilità di non coinvolgere gli strumenti non usati per comunicare con il cliente. I risultati ottenuti da questa domanda sono riportati nella figura 4.7.

FIGURA 4.7: RISULTATI DELLA DOMANDA 10<sup>99</sup>

*Media*

Blog	E-mail	Newsletter	Telefonate	Whatsapp	Sito web personale	Skype	Twitter	sms
7,11	2	4,27	1,79	3,18	6,1	4,82	5,7	3,63

<sup>99</sup> Su 34 intervistati 4 non hanno utilizzati alcuno strumento (probabilmente a causa di un errore): i dati si riferiscono a un campione di 30 consulenti

### *Mediana*

Blog	E-mail	Newsletter	Telefonate	Whatsapp	Sito web personale	Skype	Twitter	sms
8	2	3	1	3	7	5	6	3

### *Deviazione standard*

Blog	E-mail	Newsletter	Telefonate	Whatsapp	Sito web personale	Skype	Twitter	sms
1,69	0,84	2,76	1,07	1,13	1,85	2,71	1,42	1,92

### *Attribuzione della prima posizione 1*

Blog	E-mail	Newsletter	Telefonate	Whatsapp	Sito web personale	Skype	Twitter	sms
0	7	2	16	2	0	1	0	2

### *Attribuzione dell'ultima posizione 9*

Blog	E-mail	Newsletter	Telefonate	Whatsapp	Sito web personale	Skype	Twitter	sms
2	0	1	0	0	0	2	0	1

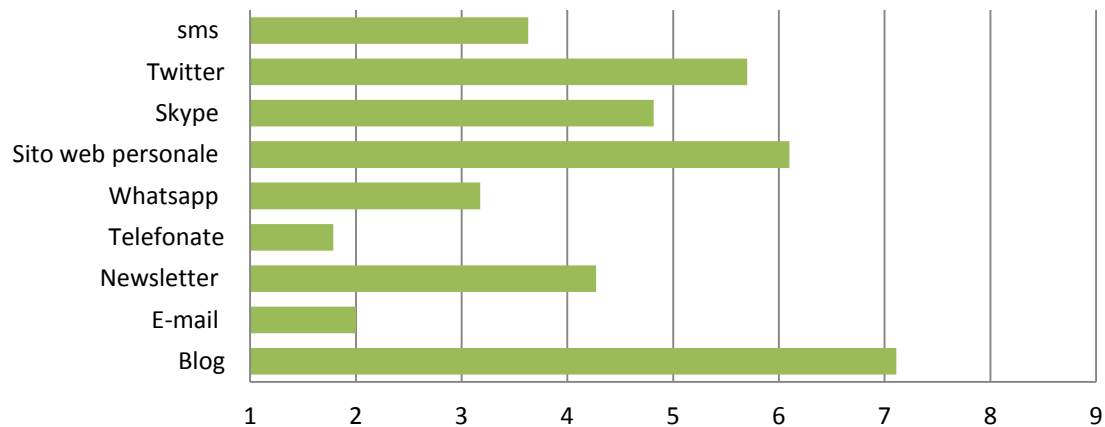
### *Attribuzione della seconda posizione*

Blog	E-mail	Newsletter	Telefonate	Whatsapp	Sito web personale	Skype	Twitter	sms
0	18	1	5	2	1	1	0	2

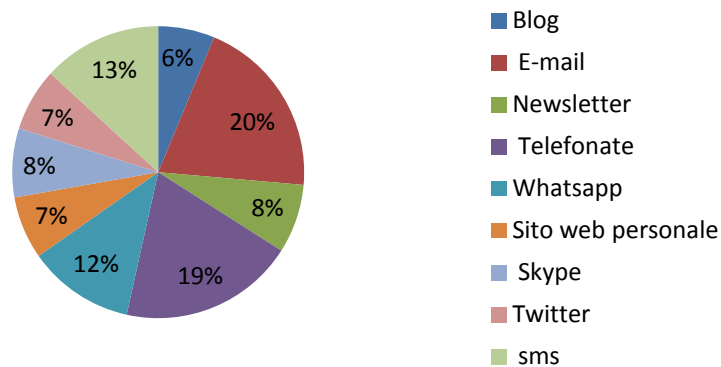
### *Utilizzo degli strumenti*

Blog	E-mail	Newsletter	Telefonate	Whatsapp	Sito web personale	Skype	Twitter	sms
9	29	11	28	17	10	11	10	19

## Media delle posizioni



## Utilizzo degli strumenti



L'ordine di utilizzo degli strumenti di comunicazione, secondo i valori medi riportati tra parentesi, è il seguente:

1. Telefonate (1,79)
2. E-mail (2)
3. Sms (3,63)
4. Whatsapp (3,18)
5. Newsletter (4,27)
6. Skype (4,81)
7. Twitter (5,7)
8. Sito web personale (6,1)
9. Blog (7,11)

Dai grafici, inoltre, è possibile verificare anche la percentuale di utilizzo per ogni strumento di comunicazione. Risulta, ugualmente, che le mail (20%) assieme alle telefonate (19%) sono le più utilizzate; mentre le meno utilizzate sono twitter (7%), il sito web (7%) e il blog (6%). Infatti, il telefono e le mail sono i mezzi più tradizionali e formali per comunicare.

#### 4.7.3 DOMANDA 11

*Metti in ordine dal più al meno importante gli strumenti di comunicazione che usi durante i colloqui con i tuoi clienti. Lascia pure nella colonna di sinistra quelli che non usi.*

Ranking	
_____	Materiale cartaceo fornito dalla banca. (1)
_____	Materiale cartaceo preparato da te in precedenza. (2)
_____	Internet. (3)
_____	Articoli di giornali o riviste. (4)
_____	Appunti e note scritti a mano durante il colloquio. (5)
_____	Carte fornite da terzi (6)

Questa domanda è simile alla precedente, perché allo stesso modo richiede di collocare gli strumenti di comunicazione dal più al meno utilizzato, ma in riferimento al momento del colloquio con i clienti, a differenza della decima domanda, che si riferisce alla fase della comunicazione. I risultati ottenuti sono riportati nella figura 4.8.

FIGURA 4.8: RISULTATI DELLA DOMANDA 11<sup>100</sup>

*Media*

Carte fornite dalla banca	Carte preparate da te	Internet	Articoli di giornale o riviste	Appunti scritti durante il colloquio	Carte fornite da terzi
2,57	1,96	3,8	3,53	2,90	2,79

<sup>100</sup> Su 34 intervistati 4 non hanno utilizzati alcun strumento (probabilmente a causa di un errore): i dati si riferiscono a un campione di 30 consulenti.

### *Mediana*

Carte fornite dalla banca	Carte preparate da te	Internet	Articoli di giornale o riviste	Appunti scritti durante il colloquio	Carte fornite da terzi
2	2	4	3	2	3

### *Deviazione standard*

Carte fornite dalla banca	Carte preparate da te	Internet	Articoli di giornale o riviste	Appunti scritti durante il colloquio	Carte fornite da terzi
1,63	1,21	1,70	1,58	1,45	1,51

### *Attribuzione della prima posizione 1*

Carte fornite dalla banca	Carte preparate da te	Internet	Articoli di giornale o riviste	Appunti scritti durante il colloquio	Carte fornite da terzi
7	11	2	2	3	5

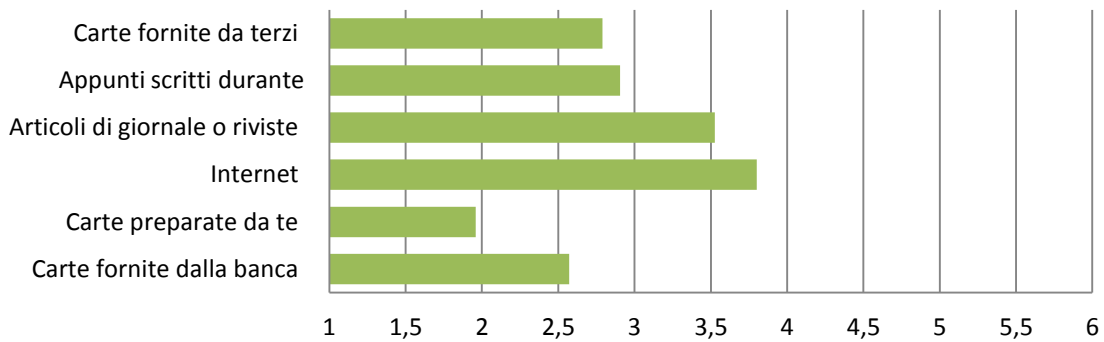
### *Attribuzione dell'ultima posizione 6*

Carte fornite dalla banca	Carte preparate da te	Internet	Articoli di giornale o riviste	Appunti scritti durante il colloquio	Carte fornite da terzi
2	1	3	3	1	0

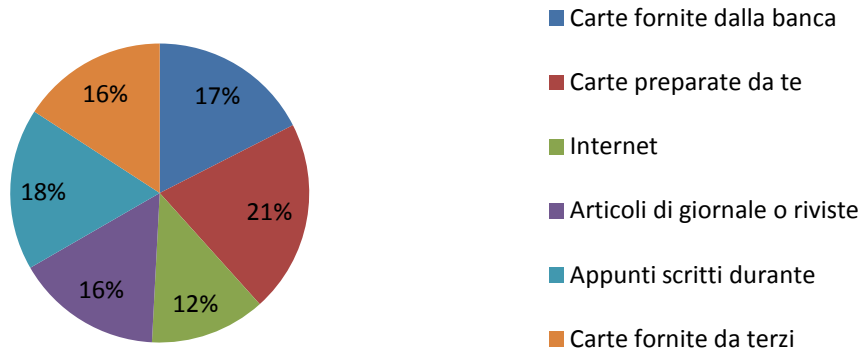
### *Utilizzo degli strumenti*

Carte fornite dalla banca	Carte preparate da te	Internet	Articoli di giornale o riviste	Appunti scritti durante il colloquio	Carte fornite da terzi
21	25	15	19	21	19

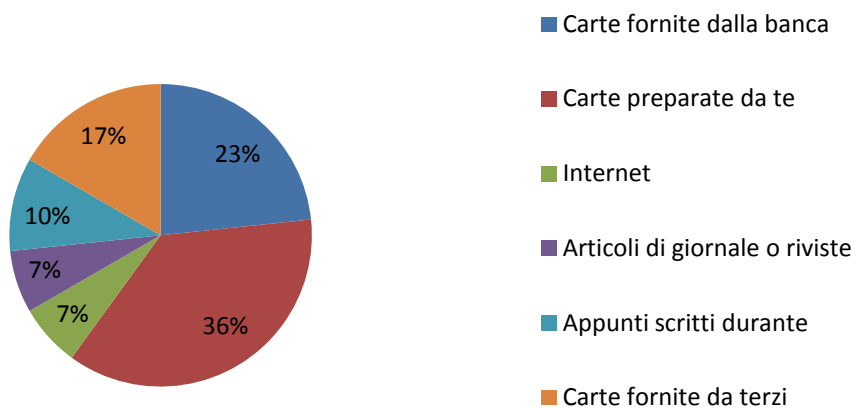
## Media delle posizioni



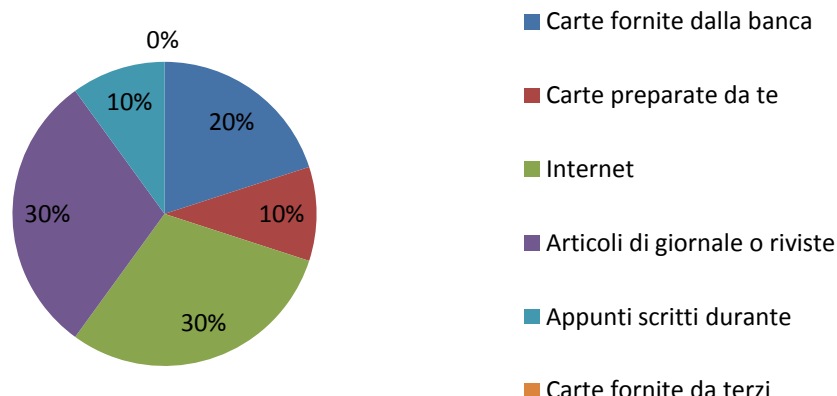
## Utilizzo degli strumenti



## Attribuzione della prima posizione



## Attribuzione dell'ultima posizione



L'ordine di utilizzo degli strumenti di comunicazione, in fase di colloquio, secondo i valori medi riportati in seguito tra parentesi, è il seguente:

1. le carte preparate dal consulente (1,96)
2. le carte fornite dalla banca (2,57)
3. le carte fornite da terzi soggetti (2,79)
4. gli appunti scritti durante il colloquio (2,90)
5. gli articoli di giornale o le riviste (3,53)
6. internet (3,80)

Per quanto riguarda la percentuale di utilizzo dei relativi strumenti, risulta un 21% dei consulenti intervistati che utilizza le carte preparate dal consulente, e un 12% solo, che utilizza internet, il resto degli strumenti riporta una percentuale di circa il 17%.

Dunque, risulta che i consulenti, in sede di colloquio non usano servirsi dei mezzi di comunicazione di massa, come internet o i giornali, ma prediligono il materiale proprio oppure quello fornito dalla banca, probabilmente per una questione di maggior chiarezza e attendibilità.

#### 4.7.4 DOMANDA 12

*Vorremmo ora porti alcune domande relative a come evolve il tuo rapporto con i clienti dalla fase di conoscenza iniziale al consolidamento. Ti chiediamo di focalizzare l'attenzione su tre momenti: prima che il contratto sia sottoscritto, dopo la sottoscrizione e dopo un anno dall'inizio del rapporto. Per favore, seleziona i tre argomenti di conversazione più frequenti per ciascuno dei momenti sopra indicati*

	Prima della sottoscrizione (1)	Dopo la sottoscrizione (2)	Incontri dopo un anno dall'inizio del rapporto (3)
La rete a cui appartieni. (1)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
La tua esperienza in quella rete. (2)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
La tua esperienza professionale in generale. (3)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Investimenti e prodotti. (4)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Famiglia, salute e tempo libero. (5)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Altre questioni finanziarie (investimenti con altri intermediari, mutui, consigli finanziari). (6)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Cultura generale, sport. (7)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Oltre ai luoghi di incontro e agli strumenti utilizzati dal consulente per colloquiare e comunicare con il cliente, un altro aspetto organizzativo caratterizzante il rapporto consulente-investitore sono gli argomenti di conversazione discussi tra quest'ultimi, in sede di colloquio.

La dodicesima domanda intende, quindi, individuare quali sono i temi trattati dal consulente, durante il colloquio con i clienti, in diversi momenti: prima della sottoscrizione del contratto, dopo la sottoscrizione e dopo un anno dalla sottoscrizione del contratto.

Tra i possibili temi di discussione ci sono sia argomenti tecnici, riguardanti i prodotti, gli investimenti e altre questioni finanziarie; sia questioni informali, come lo sport, la cultura generale, la famiglia o il tempo libero; e sia temi di presentazione, come la rete di appartenenza, l'esperienza del consulente in generale e l'esperienza del consulente nella rete di appartenenza.

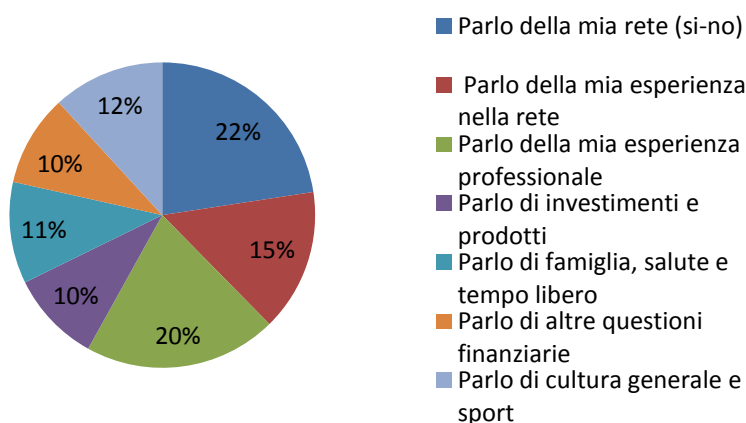
Quanto ci si aspetta di verificare dalle risposte date a questa domanda, è che gli argomenti di presentazione saranno più presenti nella fase conoscitiva tra consulente e investitore, ovvero in quella prima della sottoscrizione del contratto, mentre le questioni



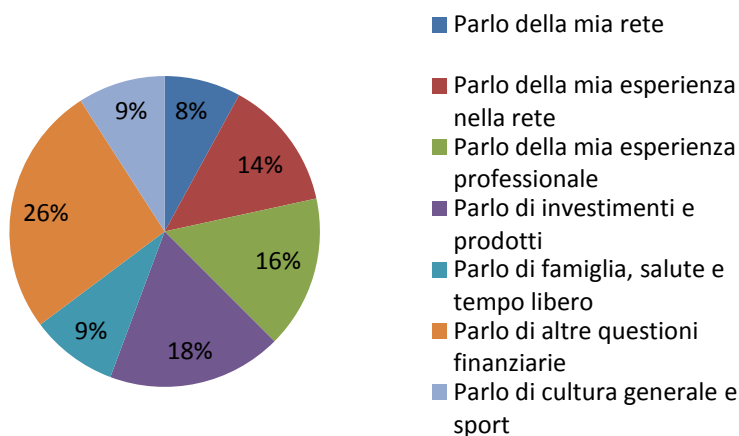
più informali saranno trattate nelle fasi più avanzate, quando consulente e investitore hanno instaurato un rapporto più confidenziale. I risultati ottenuti da questa domanda sono riportati nella figura 4.9.

FIGURA 4.9: RISULTATI DELLA DOMANDA 12

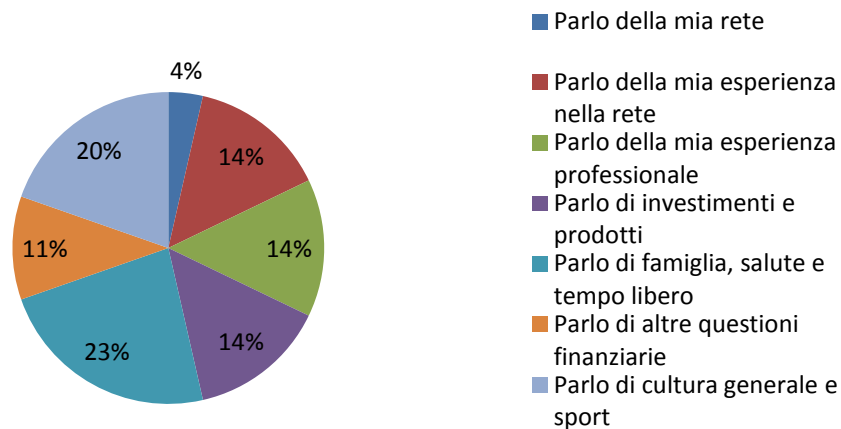
### Argomenti trattati prima della sottoscrizione



### Argomenti trattati dopo la sottoscrizione



## Argomenti trattati dopo un anno dalla sottoscrizione



I risultati illustrati nei grafici confermano le ipotesi generali di partenza, infatti, nella fase prima della sottoscrizione del contratto, i consulenti intervistati trattano con più frequenza gli argomenti inerenti la rete di appartenenza (22%) e la propria esperienza professionale (20%).

Dopo la sottoscrizione del contratto, i temi più frequenti sono le questioni finanziarie (26%), e dopo un anno dalla sottoscrizione del contratto sono invece gli argomenti riguardanti la famiglia, la salute e il tempo libero (23%) e quelli di cultura generale e sport (20%), segno di come la fiducia sia consolidata da temi formali prima dell'inizio del rapporto e da temi più informali dopo che il rapporto si è creato.

### 4.7.5 DOMANDA 13

*Hai mai preso parte a qualcuna delle seguenti attività? Sono possibili più risposte.*

#### Partecipazione

- |                          |  |
|--------------------------|--|
| <input type="checkbox"/> | Organizzazioni di volontariato. (1)  |
| <input type="checkbox"/> | Iniziative di aggiornamento diverse da quelle proposte dalla tua banca/rete. (2) |
| <input type="checkbox"/> | Organizzazioni sportive, sociali o di altro genere. (3)                          |
| <input type="checkbox"/> | Organizzazioni politiche o civiche. (4)  |
| <input type="checkbox"/> | Donazioni di sangue. (6)   |
| <input type="checkbox"/> | Nessuna delle precedenti. (5)  |

Questa domanda caratterizza la seconda parte della quinta sezione del questionario, e introduce il tema della *sociability*, riguardante la partecipazione alle attività sociali. L'obiettivo della tredicesima domanda è quello di indagare a quali attività, presentate tra le alternative di risposta, partecipa il consulente.

Un altro aspetto interessante da approfondire, sarebbe quello di capire se il consulente rivela ai clienti la sua partecipazione alle attività sociali<sup>101</sup>, per accattivarli e trasmettere loro un'immagine positiva di sé.

Il tema della *sociability* è stato affrontato in letteratura, nello studio dei fattori che influenzano il processo di acquisto dei prodotti finanziari da parte degli investitori<sup>102</sup>.

Guiso *et al.* (2004) dimostrano che le famiglie italiane sono portate ad investire una ricchezza maggiore nei titoli finanziari nelle regioni in cui le donazioni di sangue sono più elevate e dove la partecipazione elettorale è più consistente.

Tra i fattori che possono incidere sulla partecipazione al mercato azionario, dunque, c'è, anche la *sociability*, oltre ad altri fattori come la fiducia. Perciò sia un vasto network di relazioni nel quale si è inseriti (*sociability*), che un elevato livello di fiducia nei confronti del prossimo e delle istituzioni finanziarie, comportano maggiori investimenti nel mercato finanziario (Guiso *et al.* 2008, Georgarakos e Pasini 2011).

I risultati della tredicesima domanda sono riportati nella figura 4.10.

FIGURA 4.10: RISULTATI DELLA DOMANDA 13

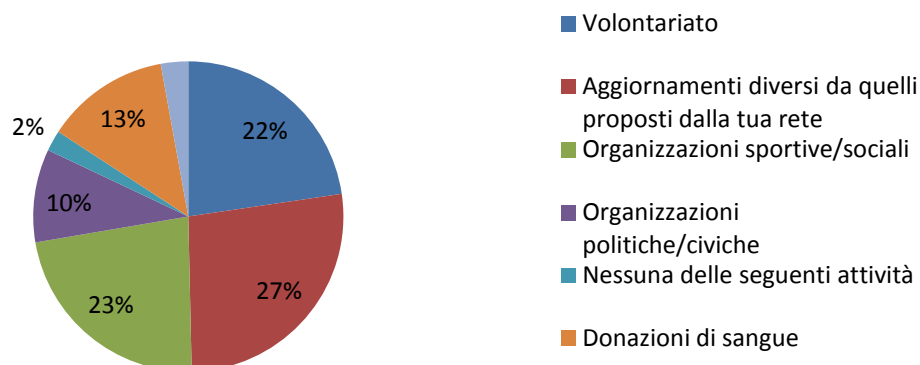
*Numero di partecipanti alle attività*

Volontariato	Aggiornamenti diversi da quelli proposti dalla tua rete	Organizzazioni sportive/sociali	Organizzazioni politiche/civiche	Nessuna delle seguenti attività	Donazioni di sangue
21	25	21	9	2	12

<sup>101</sup> nel terzo capitolo, paragrafo 3.1.2, è stato affrontato il tema della partecipazione alle attività sociali, riportandone i dati attuali (2013) della popolazione italiana. La partecipazione a queste attività è percepita in modo positivo, in quanto rappresenta un valore aggiunto per la comunità.

<sup>102</sup> La questione della partecipazione al mercato azionario è già stata introdotta nel terzo capitolo, paragrafo 3.2, quando sono stati studiati i fattori che influenzano il rapporto di fiducia tra consulente e investitore

## Partecipazione alle attività



Dal grafico sopra illustrato, si evince che le attività che presentano un maggior numero di partecipanti sono quelle di aggiornamento (27%), seguite dalle attività sportive/sociali (23%) e da quelle di volontariato (22%), mentre le altre non hanno ottenuto grossi riscontri (circa 10%).

La percentuale molto bassa (2%) per l'alternativa che rappresenta la non partecipazione ad alcuna attività, conferma l'importanza del tema della *sociability*, per il consulente finanziario, nel rapporto con i suoi clienti.

### 4.8 SESTA SEZIONE: L'OVERCONFIDENCE

L'*overconfidence* è quel fenomeno che spinge un soggetto ad avere un'eccessiva fiducia nelle previsioni degli eventi, inducendolo ad avere troppa sicurezza sull'esito di quest'ultimi.

Tale argomento è stato introdotto nel primo capitolo<sup>103</sup>, parlando di *bias* cognitivi, ovvero degli errori valutativi, commessi dagli individui, riguardanti le previsioni di determinati eventi incerti. L'*overconfidence*, dunque, si classifica tra gli errori comportamentali tipici dell'uomo, il quale è portato a prendere decisioni irrazionali a causa dei suoi limiti cognitivi.

Questa sezione comprende una serie di domande di cultura generale volte a capire se i consulenti tendono a commettere questo tipo di errore. Per individuare se gli intervistati sono soggetti all'*overconfidence*, essi dovranno rispondere a queste domande, indicando

<sup>103</sup> paragrafo 1.4.2

un valore minimo e uno massimo, secondo un intervallo di confidenza dell'80%, che deve contenere la risposta giusta, e successivamente dovranno indicare quante risposte corrette pensano di aver dato.

#### 4.8.1 DOMANDA 14

*Troverai di seguito alcune domande di cultura generale. Ti chiediamo di rispondere in modo spontaneo ad ognuna delle domande dando un valore minimo e uno massimo entro cui ritieni che stia la risposta corretta, con un intervallo di confidenza dell'80%. L'intervallo che sceglierai può essere ampio quanto vorrai. Per "intervallo di confidenza dell'80%" si intende un intervallo di valori entro il quale si ritiene che si collochi la risposta corretta con un margine di errore del 20%. Un intervallo del 100%, vedrebbe con certezza la risposta corretta nell'intervallo indicato.*

**14/A)** *Età di Martin Luther King quando è morto.*

Minimo (1)

Massimo (2)

**14/B)** *Numero degli Stati membri delle Nazioni Unite.*

Minimo (1)

Massimo (2)

**14/C)** *Anno di nascita di Wolfgang Amadeus Mozart.*

Minimo (1)

Massimo (2)

**14/D)** *Distanza aerea da Roma a Parigi (in Km).*

Minimo (1)

Massimo (2)

**14/E)** *Numero totale dei giocatori in campo durante una partita di hockey su ghiaccio.*

Minimo (1)

Massimo (2)

Le risposte corrette a questa domanda sono le seguenti:

14/A- età di martin Luther King quando è morto: 39

14/B- numero degli stati membri delle Nazioni Unite: 193

14/C- anno di nascita di Mozart: 1756

14/D- distanza aerea Roma-Parigi in km: 1437

14/E- numero di giocatori di hockey sul ghiaccio: 12

Si tratta di verificare per ogni domanda, se tra il valore massimo e quello minimo, indicato come risposta, c'è il valore che corrisponde alla risposta corretta.

Dopo aver verificato quante risposte corrette, tra le cinque domande, sono state date, si deve confrontare quest'ultimo valore, con quello della quindicesima domanda, che richiede ai consulenti quante risposte corrette pensano di aver dato.

Il valore medio delle risposte corrette date dagli intervistati è di 1,29. Nel prossimo paragrafo verrà indicata la media delle risposte corrette previste dai consulenti.

#### 4.8.2 DOMANDA 15

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

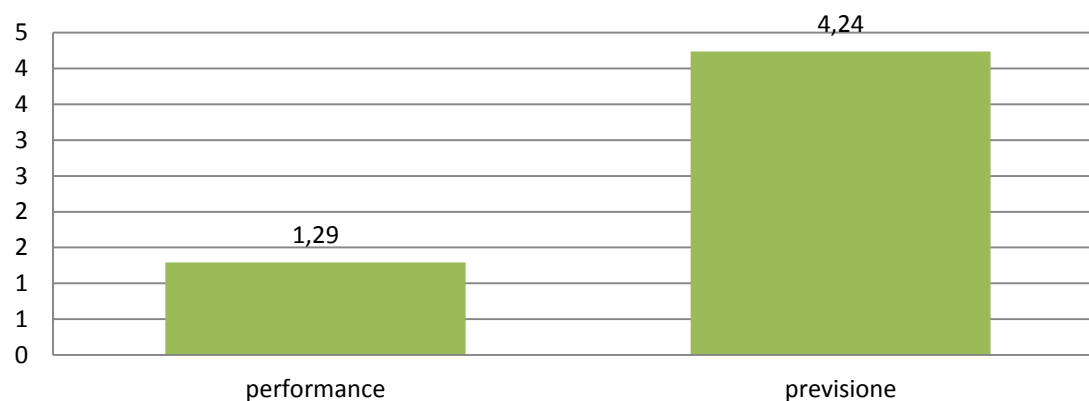
- 1
- 2
- 3
- 4
- 5

La media delle risposte date dai consulenti a questa domanda, è 4,24, perciò gli intervistati prevedono di aver risposto correttamente alla quasi totalità delle risposte.

I risultati della sezione dedicata all'*overconfidence*, sono illustrati nella figura 4.11.

FIGURA 4.11: RISULTATI DELLA DOMANDA 14 E DELLA DOMANDA 15

## Performance vs previsione



Dal grafico in figura 4.11, si evince che c'è una differenza rilevante tra le performance effettive degli intervistati rispetto alle loro previsioni. Risulta, infatti, che le performance dei sono nettamente inferiori rispetto alle previsioni e questo implica che i consulenti dimostrano un'eccessiva sicurezza nel determinare gli effetti incerti, essendo soggetti al *bias* cognitivo dell'*overconfidence*.

Tale argomento presenta una particolare rilevanza nell'ambito degli investimenti finanziari, in quanto gli individui caratterizzati da questo fenomeno tendono a sottostimare la variabilità dell'evento incerto, che identificano con certezza, favorendo, così, una sottostima dei rischi. I risultati di questa domanda confermano quanto studiato dagli autori di letteratura (Griffin e Tversky,1992), secondo cui anche i consulenti finanziari sono soggetti a questo tipo di errore comportamentale, al contrario di quanto si potrebbe pensare.

Nel secondo capitolo<sup>104</sup> è stata riportata una guida utile per i consulenti a limitare l'impatto degli errori di ragionamento e di preferenza dei loro clienti. Nella sezione riguardante l'*overconfidence*, tale guida ricorda al consulente che anche lui potrebbe esserne soggetto e consiglia a quest'ultimo di non dimostrare un'eccessiva certezza rispetto a eventi che in realtà non sono certi, così da non creare false aspettative nell'investitore che potrebbe rimanere deluso.

<sup>104</sup> nella tabella 2.1

## 4.9 SETTIMA SEZIONE: IL PROFILO DEL CONSULENTE

Quest'ultima sezione è ricompresa tra la sedicesima e la venticinquesima domanda, e si occupa di analizzare il profilo del consulente intervistato, sia da un punto di vista delle sue caratteristiche personali e del suo ambito lavorativo (il sesso, l'età, il titolo di studi in possesso, la propensione/avversione al rischio, l'organizzazione di appartenenza e il totale di portafoglio gestito); sia da un punto di vista dei suoi clienti (la quantità e la tipologia).

Le caratteristiche del consulente sono un aspetto determinante nel rapporto di fiducia tra Quest'ultimo e l'investitore, così come lo sono le caratteristiche dell'investitore<sup>105</sup> per la scelta di affidare la gestione dei propri risparmi a una figura professionale e per la partecipazione al mercato azionario.

Un'analisi recente<sup>106</sup>, introdotta nel terzo capitolo, dimostra come la conoscenza delle competenze finanziarie del proprio consulente, influenzi la fiducia che l'investitore ripone nei suoi confronti. In particolare, confrontando le scelte di chi conosce le competenze del proprio consulente e chi non le conosce, emerge come i primi abbiano meno fiducia e trasferiscano meno denaro in gestione rispetto a chi non sa nulla. In questo secondo caso quindi prevale la fiducia intesa come norma sociale. Chi è edotto rispetto alle competenze del consulente diventa più scettico. Un aspetto interessante da approfondire nella somministrazione del questionario ad un campione più numeroso di intervistati sarebbe, dunque, quello di capire se gli investitori sono a conoscenza delle caratteristiche del profilo del consulente e se tali informazioni influenzino la loro fiducia nei confronti del consulente stesso.

---

<sup>105</sup> di cui si è parlato nel terzo capitolo, paragrafo 3.2.2

<sup>106</sup> Caterina Cruciani, Gloria Gardenal, Anna Moretti, *Fiducia e competenze finanziarie: un'analisi sperimentale*.



#### 4.9.1 DOMANDA 16 E DOMANDA 17

##### DOMANDA 16

*Hai l'opportunità di acquistare un titolo con il quale puoi guadagnare 10.000 € o, con uguale probabilità, perdere tutto il capitale impegnato. Quanto sei disposto a pagare al massimo per acquistare questo titolo?*

- Meno di 5,000€ (1)
- Esattamente 5,000€ (2)
- Più di 5,000€ (3)

##### DOMANDA 17

*Immagina di avere appena vinto un premio alla lotteria; scegli una modalità di ritiro del tuo premio.*

- 1000€ oggi (1)
- 1250€ tra un anno (2)

Queste due domande sono state sottoposte ai consulenti per capire il loro atteggiamento verso il rischio.

Tra le possibili risposte, se l'intervistato sceglierà l'opzione "esattamente 5'000 euro", si dimostrerà neutrale al rischio, se sceglierà l'opzione "meno di 5'000 euro" verrà considerato avverso al rischio, in quanto è disposto a pagare meno del valore atteso della lotteria per parteciparvi e al contrario se sceglierà l'opzione "più di 5'000 euro" si rivelerà propenso al rischio.

La diciassettesima domanda, invece, offre come possibili risposte due alternative: "1'000 euro oggi", che equivale all'avversità al rischio, poiché trasmette la sicurezza di ricevere subito la somma di denaro; e "1'250 euro tra un anno", che equivale alla propensione al rischio, visto che tale valore dipende dal tasso di interesse di riferimento (se cresce in futuro più del 25% si ottiene un valore più alto di 1250, al contrario se diminuisce).

I risultati relativi a queste domande sono rappresentati dalla figura 4.12.

FIGURA 4.12: RISULTATI DELLA DOMANDA 16 E DELLA DOMANDA 17

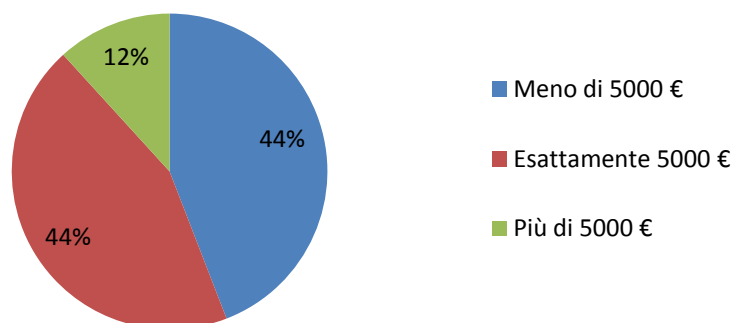
#### DOMANDA 16

*Dati suddivisi per valore*

	Risposte
Meno di 5000 €	15
Esattamente 5000 €	15
Più di 5000 €	4

*Rappresentazione grafica dei dati suddivisi per valore*

### Avversione/neutralità/propensione al rischio

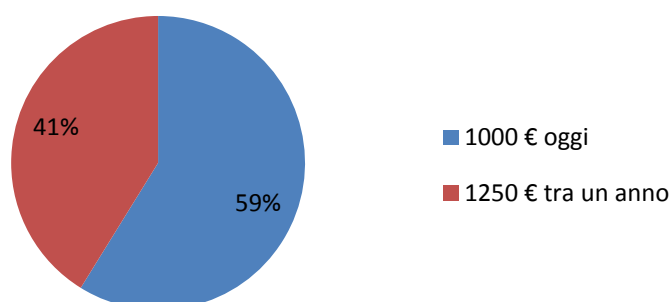


#### DOMANDA 17

*Dati suddivisi per valore*

	Risposte
1000 € oggi	20
1250 € tra un anno	14

## Avversità/propensione al rischio



Il tema dell'avversione al rischio è stato affrontato nel primo capitolo<sup>107</sup>, parlando della teoria dell'utilità attesa, in particolare della funzione dell'utilità attesa, ovvero quella funzione matematica che rappresenta l'ordine di preferenze delle scelte degli individui, secondo il loro livello di utilità. Questa funzione assume degli andamenti diversi in base alla percezione del rischio dell'individuo. Se quest'ultimo è neutrale al rischio la funzione è lineare, se è propenso al rischio è convessa, mentre se è avverso al rischio è una funzione concava.

La teoria del prospetto<sup>108</sup>, inoltre, dimostra come gli individui siano portati ad avere una maggiore avversione per le perdite, attraverso la funzione del valore, che rappresenta una pendenza più ripida nel campo delle perdite. Tale aspetto implica che mentalmente gli individui non annullano un prospetto con una perdita e un guadagno di uguale entità, perché per compensare la perdita di una certa quantità, hanno bisogno di ottenere un guadagno maggiore rispetto a quest'ultima.

I risultati delle risposte della sedicesima e diciassettesima domanda confermano tali assunti teorici. Dai grafici riportati in figura 4.11, si evince secondo la domanda 16, che il 44% degli intervistati è avverso al rischio e solo il 12% è propenso al rischio, mentre il restante 44% è neutrale; e secondo la domanda 17, risulta che il 59% dei consulenti è avverso al rischio e il 41% è propenso al rischio.

Le restanti domande, che verranno riportate di seguito, sono di natura socio-demografica e intendono approfondire alcuni aspetti dei consulenti intervistati, per avere un maggiore conoscenza del profilo del consulente e, quindi, del campione osservato.

<sup>107</sup> paragrafo 1.3.2

<sup>108</sup> capitolo primo, paragrafo 1.4.4

## 4.9.2 DOMANDA 18

*Questa domanda riguarda le caratteristiche dei tuoi clienti. Indica per favore la percentuale delle diverse tipologie di clienti elencate qui sotto nel tuo parco clienti.*

% Tipologia	
_____	Grandi investitori (1)
_____	Medi investitori (2)
_____	Piccoli risparmiatori (3)

Questa domanda intende indagare la tipologia prevalente di clienti seguiti. Le risposte date dal campione sono rappresentate nella figura 4.13.

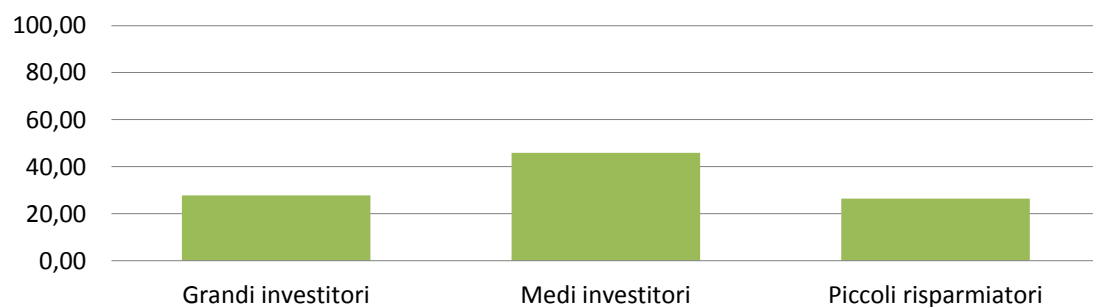
FIGURA 4.13: RISULTATI DELLA DOMANDA 18

*Valori percentuali*

	Grandi investitori	Medi investitori	Piccoli risparmiatori
Media	27,74	45,82	26,44
Mediana	20	50	20

*Rappresentazione grafica dei valori percentuali*

### Media



Dal grafico riportato in figura 4.13, si nota che la maggior parte dei clienti dei consulenti intervistati, sono medi investitori (45,82%), mentre le altre due categorie riportano percentuali inferiori: 27,74% i grandi investitori e 26,44% i piccoli risparmiatori.

#### 4.9.3 DOMANDA 19

*Indica per favore a quale rete/organizzazione appartieni.*

_____	Consulenza indipendente (1)
_____	Consulente di una filiale bancaria(2)
_____	Promotore (3)
_____	Private banker (4)
_____	Private banker di una divisione di una rete di promozione finanziaria (5)

Questa domanda indaga la tipologia di consulenza che caratterizza il campione di intervistati.

Si definisce consulente finanziario indipendente o *fee-only*, colui che percepisce, dalla sua attività di consulenza, la retribuzione solamente dal cliente, attraverso una parcella, e non può ricevere altri contributi aggiuntivi da parte degli intermediari, come le banche o le SIM<sup>109</sup>. Il consulente di una filiale bancaria, invece, può essere retribuito anche dalla filiale di appartenenza, mentre il promotore viene retribuito solo da quest'ultima e non dal cliente.

I *private banker* svolgono un'attività più ampia rispetto a quella del consulente finanziario, in quanto si occupano, sia delle scelte finanziarie dei propri clienti, sia di quelle economiche, come l'acquisto di un immobile o la pianificazione strategica finanziaria dell'attività del cliente. L'opzione di risposta quattro, si riferisce ai *private banker* indipendenti e la cinque a quelli appartenenti a una divisione di una rete di promozione finanziaria, la differenza (come per i consulenti finanziari) sono le modalità di retribuzione<sup>110</sup>.

<sup>109</sup> [http://it.wikipedia.org/wiki/Consulente\\_finanziario](http://it.wikipedia.org/wiki/Consulente_finanziario)

<sup>110</sup> nel secondo capitolo, paragrafo 2.5, sono stati approfonditi i vari tipi di consulenza finanziaria.

Le risposte a questa domanda sono rappresentate in figura 4.14.

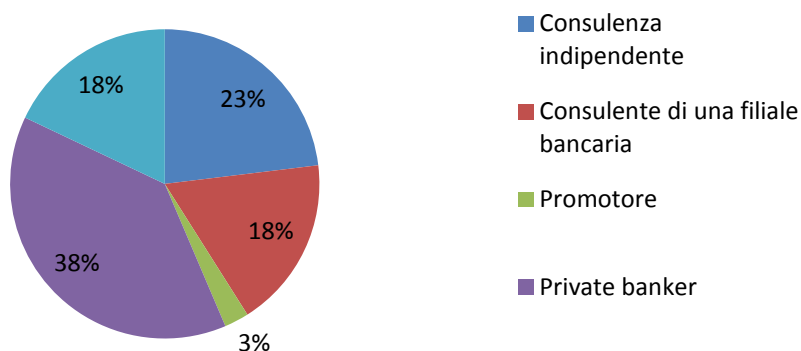
FIGURA 4.14: RISULTATI DELLA DOMANDA 19

*Reti di appartenenza*

Conteggio di Private banker	Conteggio di Consulenza indipendente	Conteggio di Private banker di una divisione di una rete di promozione finanziaria	Conteggio di Promotore	Conteggio di Consulente di una filiale bancaria
9	7	1	15	7

*Rappresentazione grafica*

### Reti di appartenenza



Secondo i risultati riportati in figura 4.14, il campione di intervistati è formato dal 38% di promotori finanziari, dal 23% di *private banker*, dal 18% di consulenti indipendenti, dal 18% di consulenti di una filiale bancaria e infine solo dal 3% di private banker di una divisione di una rete di promozione finanziaria.

Un'ulteriore precisazione da fare, è che la domanda permetteva la scelta di più opzioni, e 4 soggetti intervistati su 34 hanno risposto di svolgere più funzioni: un soggetto ha detto di essere sia consulente indipendente che *private banker*, un altro ha detto di essere sia promotore che consulente di una filiale bancaria, un altro ha rivelato di essere sia promotore che private banker di una divisione di una rete di promozione finanziaria, e un altro ancora ha detto di essere sia consulente di una filiale bancaria, sia *private banker*, che promotore.

La diversa tipologia di consulenza finanziaria, inoltre, influenza la percezione di fiducia dell'investitore nei confronti del consulente<sup>111</sup>. I consulenti indipendenti, ad esempio, riescono a trasmettere una maggiore affidabilità, in quanto non lavorando per un ente bancario, non hanno interessi a consigliare i prodotti di quel determinato ente, ma solo quelli che soddisfano i bisogni del cliente. I consulenti che invece sono remunerati dalla loro organizzazione di appartenenza, ricevendo una percentuale sul prezzo dei prodotti finanziari venduti, sono incentivati a vendere anche soluzioni che non vanno bene per i clienti, pur di ottenere un maggior guadagno, e assumono il ruolo di rappresentanti dei prodotti dell'ente cui appartengono (Inderst e Ottaviani 2009).

#### 4.9.4 DOMANDA 20

*Indica per favore il totale del portafoglio che gestisci.*

Questa domanda vuole ricercare a quanto ammonta il totale del portafoglio gestito dai consulenti intervistati. La media dei valori delle risposte date è € 182.678.331,00 mentre la deviazione standard è pari a € 444.793.295,61.

Questi valori implicano che la media del portafoglio gestito dai consulenti è di € 182.678.331,00, e che c'è stata variabilità nelle risposte, segnalata dall'elevata deviazione standard. Tale variabilità è riconducibile alla presenza di tre soggetti family bankers, che gestiscono un portafoglio pari a € 1.600.000.000,00, nettamente superiore rispetto agli altri valori (in media di € 60.000.000 circa).

---

<sup>111</sup> di cui si è parlato nel terzo capitolo, nel paragrafo 3.2.1

#### 4.9.5 DOMANDA 21

*Indica il contesto in cui svolgi principalmente la tua attività professionale*

- Piccolo centro. (1)
- Città metropolitana. (2)
- Altro (specificare) (3)

Questa domanda ricerca il contesto in cui i consulenti intervistati svolgono la loro attività. Quanto emerge dalle loro risposte è illustrato nella figura 4.15.

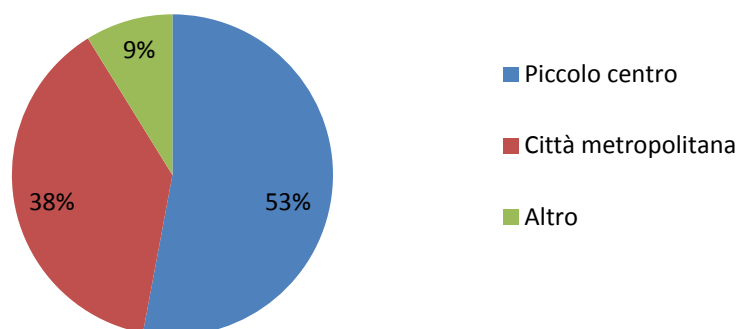
FIGURA 4.15: RISULTATI DELLA DOMANDA 21

*Dati suddivisi per valore*

	Risposte
Piccolo centro	18
Città metropolitana	13
Altro <sup>112</sup>	3

*Rappresentazione grafica dei dati suddivisi per valore*

### Contesto in cui viene svolta l'attività



<sup>112</sup> Entrambi, Area e Provincia



Dalla rappresentazione grafica della figura 4.15 si evince che la maggior parte del campione di consulenti svolge l'attività in piccoli centri (53%), il 38% opera nelle città metropolitane<sup>113</sup> e il 9% dichiara di lavorare in entrambe.

#### 4.9.6 DOMANDA 22 E DOMANDA 23

##### DOMANDA 22

*Indica il tuo sesso.*

- Maschio (1)
- Femmina (2)

##### DOMANDA 23

*Indica la tua età (in cifre).*

Queste due domande ricercano il sesso e l'età dei consulenti intervistati, per definire con più precisione il campione oggetto di studio. Le risposte ottenute sono illustrate nella figura 4.16.

FIGURA 4.16: RISULTATI DELLA DOMANDA 22 E DELLA DOMANDA 23

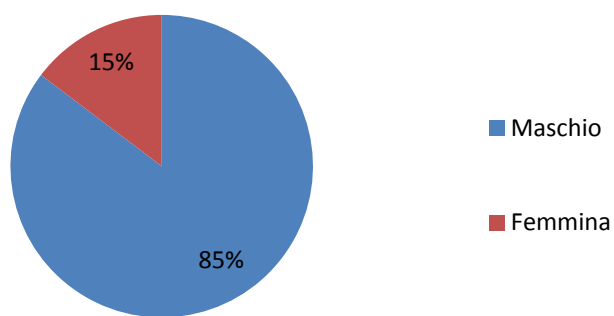
##### DOMANDA 22

*Dati suddivisi per valore*

	Risposte
Maschio	29
Femmina	5

<sup>113</sup> Secondo il disegno di legge 1542-B approvato il 3 aprile 2014 le città metropolitane sono: Roma, Milano, Napoli, Torino, Bari, Palermo, Firenze, Bologna, Genova, Venezia, Catania, Reggio Calabria, Messina e Cagliari. Esse sono caratterizzate da una popolazione minima di 421.986 abitanti (Cagliari) e una popolazione massima di 4.321.244 abitanti (Roma), secondo i dati Istat del 2014.

## Sesso



### DOMANDA 23

*Valori età*

	Anni
Età media	44
Età massima	60
Età minima	22

Il campione individuato comprende, dunque, l'85% di consulenti maschi (29 su 34) e il restante 15% di consulenti femmine (5 su 34). Mentre l'età media del campione è di 44 anni.

### 4.9.7 DOMANDA 24

*Indica il titolo di studio che possiedi.*

- Licenza media o inferiore (1)
- Licenza superiore (2)
- Laurea (3)
- Master o altra formazione avanzata (4)
- Dottorato di ricerca (5)

Questa domanda chiede agli intervistati di indicare il titolo di studi in possesso. Il livello di istruzione del campione è rappresentato in figura 4.17.

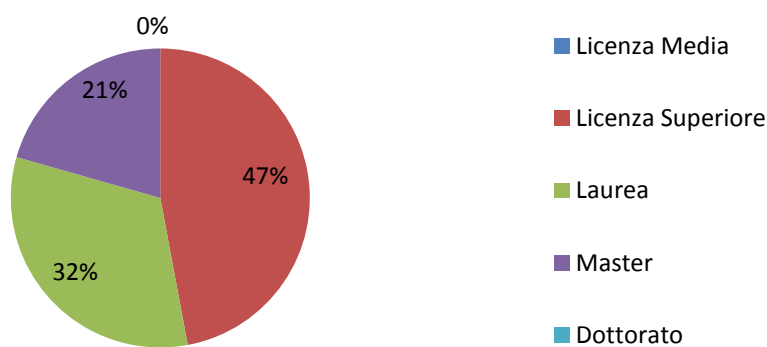
FIGURA 4.17: RISULTATI DELLA DOMANDA 24

*Dati suddivisi per valore*

	Risposte
Licenza Media	0
Licenza Superiore	16
Laurea	11
Master	7
Dottorato	0

*Rappresentazione grafica dei dati suddivisi per valore*

## Titolo di studi



Il 47% dei consulenti intervistati possiede la licenza superiore, il 32% possiede una laurea, il 21% possiede un master e nessuno tra loro non possiede né la licenza media, né un dottorato. Il livello di istruzione del campione è prevalentemente più orientato verso consulenti con un diploma di scuola superiore o con una laurea.

#### 4.9.8 DOMANDA 25

*Indica la fascia corrispondente al numero di clienti che hai attualmente.*

- Da 15 a 30 clienti (1)
- Da 31 a 50 clienti (2)
- Da 51 a 75 clienti (3)
- Da 76 a 100 clienti (4)
- Più di 100 clienti (5)

Questa domanda raccoglie informazioni sulla dimensione del portafoglio clienti appartenente ai consulenti intervistati. I risultati ottenuti sono illustrati nella figura 4.18.

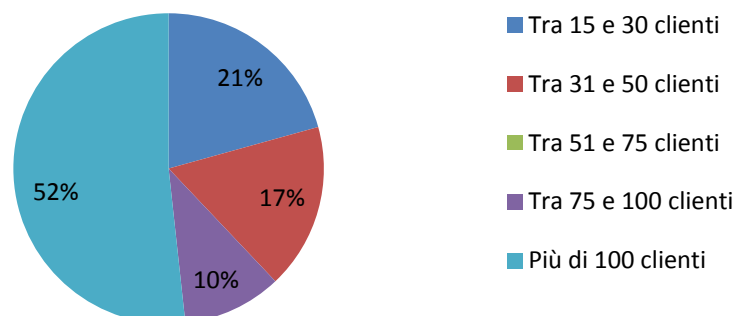
FIGURA 4.18: RISULTATI DELLA DOMANDA 25

*Dati suddivisi per valore*

	Risposte
Tra 15 e 30 clienti	6
Tra 31 e 50 clienti	5
Tra 51 e 75 clienti	0
Tra 75 e 100 clienti	3
Più di 100 clienti	15

*Rappresentazione grafica dei dati suddivisi per valore*

### Numero di clienti



Secondo i risultati illustrati nella figura 4.18 il 52% dei consulenti ha più di 100 clienti, il 21% ne ha tra 15 e 30, il 17% ne ha tra 31 e 50, il 10% ne ha tra 75 e 100 e lo 0% ne ha tra 51 e 75. La situazione più diffusa nel campione intervistato risulta quella di avere più di 100 clienti, ma una buona fetta del quasi 40% ha meno di 50 clienti.

Dopo aver analizzato le seguenti domande è possibile definire con maggior precisione il campione di consulenti intervistati, di cui si è servita questa prima parte del progetto, per testare la validità del questionario e per raccogliere le prime informazioni sui pochi consulenti intervistati.

In sintesi, il campione di intervistati si compone di 34 consulenti (tra i vari tipi di consulenza emerge un numero più elevato di promotori finanziari rispetto agli altri) prevalentemente di sesso maschile per l'85%, e in possesso di un diploma di scuola superiore per il 47%, mentre il 32% di una laurea. Il valore medio dei portafogli che gestiscono è di € 182.678.331,00, che presenta però un'alta variabilità nelle risposte. Il 53% di loro opera in piccoli centri, il 52% ha più di 100 clienti, i quali rappresentano per la maggior parte medi investitori.

#### 4.10 ANALISI DEGLI ASPETTI DELLA FIDUCIA PER TIPOLOGIA DI CONSULENTE

Nel presente paragrafo verranno approfonditi gli aspetti della fiducia esaminati nelle domande del questionario, per le diverse tipologie di consulente finanziario<sup>114</sup>: il consulente indipendente, il consulente di una filiale bancaria, il promotore, il *private banker* e il *private banker* di una divisione di una rete di promozione finanziaria.

Secondo le risposte date dagli intervistati alla domanda 19, il campione di consulenti è formato da:

- 7 consulenti indipendenti
- 7 consulenti di una filiale bancaria
- 15 promotori finanziari
- 9 *private banker*
- 1 *private banker* di una divisione di una rete di promozione finanziaria.

---

<sup>114</sup> individuate nella domanda 19.

La seguente analisi coinvolgerà solo le prime quattro categorie di consulenti in quanto non avrebbe senso analizzare i dati di un solo *private banker* di una divisione di una rete di promozione finanziaria.

L'obiettivo di questa analisi è verificare se e come cambiano i dati sugli aspetti della fiducia per le varie tipologie di consulenza finanziaria, rispetto ai dati analizzati per il campione generico di consulenti.

**La prima domanda** del questionario si è occupata di approfondire gli aspetti della fiducia particolaristica degli intervistati verso diversi gruppi di individui: la famiglia, i vicini, i conoscenti, la gente che si incontra per la prima volta, le persone di altra religione e le persone di altra nazione.

Quanto è emerso dalle risposte del campione totale dei consulenti intervistati è stato che il gruppo che gode di una maggior fiducia da parte dei consulenti è la famiglia, che ha riportato un valore medio di 3,62<sup>115</sup>, mentre il gruppo che gode di una minor fiducia è quello della gente che si incontra per la prima volta, che ha riportato un valore di 1,91.

Per questi due gruppi di individui, sono stati calcolati i valori medi per le diverse tipologie di consulenti (Tabella 4.19).

TABELLA 4.19: RISULTATI DELLA DOMANDA 1 PER TIPOLOGIA DI CONSULENTE

Tipologia di consulente	Fiducia verso la famiglia	Fiducia verso la gente nuova
Consulente indipendente	3,29	1,57
Consulente di una filiale bancaria	3,71	2,29
Promotore finanziario	3,73	1,93
Private banker	3,78	2,11

Secondo quanto illustrato nella Tabella 4.19, i consulenti indipendenti riportano i valori che più si discostano da quelli medi trovati per il campione generico di intervistati (3,62 fiducia verso la famiglia e 1,91 fiducia verso la gente nuova). Questi dati, inoltre,

<sup>115</sup> dove il valore 1 rappresenta la minima fiducia e il valore 4 la massima fiducia.

indicano che i consulenti indipendenti si dimostrano meno fiduciosi verso la famiglia e verso la gente nuova, rispetto ai consulenti bancari, ai promotori e ai *private banker*.

**La seconda e la terza domanda** del questionario si sono occupate di verificare l'importanza della fiducia<sup>116</sup> nel rapporto consulente-investitore. In particolare la seconda domanda ha individuato quanto conta la fiducia per il consulente nel rapporto con i suoi clienti, mentre la terza domanda ha richiesto quanto la fiducia, secondo il consulente, conta per i suoi clienti.

Il valore medio delle risposte date, dal campione di consulenti, alla seconda domanda è stato di 7,50 e quelle date alle terza domanda è stato di 7,41. I valori medi per le diverse tipologie di consulenti sono riportati nella Tabella 4.20.

TABELLA 4.20: RISULTATI DELLE DOMANDE 2 E 3 PER TIPOLOGIA DI CONSULENTE

Tipologia di consulente	Importanza della fiducia per il consulente	Importanza della fiducia per il cliente, secondo il consulente
Consulente indipendente	7,54	7,86
Consulente di una filiale bancaria	6,71	6,86
Promotore finanziario	7,67	7,40
Private banker	7,89	7,67

I dati presentati nella Tabella 4.20 riportano dei risultati vicini a quelli medi analizzati per l'intero campione, tranne nel caso dei consulenti di una filiale bancaria che mostrano esiti inferiori. Essendo le varie tipologie di consulenza rappresentate da campioni molto piccoli di soggetti, è facile alterare i dati anche solo attraverso una risposta con valori molto bassi, come è successo in questo caso: un consulente bancario ha dato come risposta due valori minimi.

Questi esiti confermano che, secondo le categorie di intervistati, la fiducia è un elemento determinante nel rapporto consulente-investitore.

**La quarta domanda** si è occupata di chiarire gli aspetti relativi al rapporto di fiducia tra il consulente e la sua rete di appartenenza. Verranno approfonditi per ogni tipologia di consulenza gli elementi più generici che sono stati considerati in questa domanda:

<sup>116</sup> attraverso una scala da 1-poco importante a 8-molto importante

quello che indaga se il consulente crede che la sua banca sia degna di fiducia, che ha riportato per l'intero campione un valore medio di 5,18<sup>117</sup> e quello che chiede al consulente se la sua banca approfitterebbe del loro rapporto, che ha riportato un valore medio di 3,65.

I risultati ottenuti per le diverse tipologie di consulente sono riportati nella Tabella 4.21.

TABELLA 4.21: RISULTATI DELLA DOMANDA 4 PER TIPOLOGIA DI CONSULENTE

Tipologia di consulente	La mia banca è degna di fiducia?	La mia banca approfitterebbe del nostro rapporto?
Consulente indipendente	4,43	4,57
Consulente di una filiale bancaria	5	3,57
Promotore finanziario	5,13	3,2
Private banker	5,89	3,89

I dati riportati nella Tabella 4.21 confermano una minore propensione di fiducia da parte del consulente indipendente rispetto alle altre categorie, riscontrata anche nella prima domanda. I dati per le diverse tipologie di consulente sono simili a quelli medi trovati per il campione generico, tranne, appunto, nel caso della categoria del consulente indipendente che rivela di fidarsi meno della sua banca/rete, rispetto alle altre categorie di consulenti intervistati e crede che la sua banca approfitterebbe del loro rapporto, più di quanto non lo credano gli altri tipi di consulenti.

Infine **la quinta domanda** ha affrontato il tema della trasferibilità di fiducia richiedendo al campione di intervistati quanti clienti sarebbero rimasti con la banca/rete del consulente nel caso di un suo trasferimento. Il valore medio ottenuto dalle risposte date dall'intero campione è stato del 57% dei clienti, mentre i valori ottenuti per tipologia di consulente sono riportati nella Tabella 4.22.

<sup>117</sup> su una scala da 1-per niente d'accordo a 7-completamente d'accordo



TABELLA 4.22: RISULTATI DELLA DOMANDA 5 PER TIPOLOGIA DI CONSULENTE

Tipologia di consulente	Clients che resterebbero con la banca, secondo il consulente, nel caso di un suo trasferimento
Consulente indipendente	69,28
Consulente di una filiale bancaria	66,43
Promotore finanziario	56,67
Private banker	37,78

Secondo le risposte riportate nella Tabella 4.22, i valori che si discostano da quello medio osservato per il campione generico di intervistati sono quelli dei consulenti indipendenti e dei promotori finanziari, che credono in una minore trasferibilità di fiducia tra cliente e consulente e una maggiore trasferibilità di fiducia tra banca e clienti; e quelli dei *private banker* che credono esattamente il contrario.

Quanto si è dedotto in questa ulteriore analisi sulla fiducia per tipologia di consulente intervistato, è una minore tendenza a fidarsi da parte dei consulenti indipendenti rispetto, sia al campione generico di intervistati, sia rispetto alle altre tipologie di consulente. E' opportuno ricordare che l'analisi è stata svolta su un numero limitato di soggetti che può aver causato delle distorsioni nei risultati.

Uno spunto interessante derivante da questo approfondimento è quello di verificare se gli stessi risultati si riscontrano anche su un campione più numeroso di intervistati, ovvero capire se, effettivamente, i consulenti indipendenti tendono ad avere una minore propensione di fiducia verso gli aspetti considerati, rispetto alle altre categorie.

Un altro studio interessante da affrontare per le diverse tipologie di consulente è quello di capire se quest'ultime si interfacciano in modo diverso con i propri clienti.

Ad esempio, **la nona domanda** richiede al consulente quanto tempo in percentuale utilizza i seguenti luoghi d'incontro con i clienti: ufficio della banca, ufficio proprio, altro luogo pubblico e domicilio del cliente. I valori percentuali che si sono riscontrati per ogni tipologia di consulente sono riportati nella Tabella 4.23

TABELLA 4.23: RISULTATI DELLA DOMANDA 9 PER TIPOLOGIA DI CONSULENTE

Tipologia di consulente	Con i miei clienti mi trovo nell'ufficio della banca (%)	Con i miei clienti mi trovo nel mio ufficio (%)	Con i miei clienti mi trovo in un altro luogo pubblico (%)	Con i miei clienti mi trovo nel loro domicilio (%)
Consulente indipendente	12,57	27,28	13,71	46,43
Consulente di una filiale bancaria	77,14	2,85	1,43	18,57
Promotore finanziario	35,33	15	2,67	47
Private banker	26,67	31,11	4,44	37,78

Dai valori percentuali illustrati nella Tabella 4.23 si rileva che il luogo di incontro di maggiore utilizzo per il consulente indipendente (46,43%), per il private banker (37,78%) e per il promotore finanziario (47%) è il domicilio del cliente, mentre per il consulente di una filiale bancaria è l'ufficio della banca (77,14%), che viene utilizzato abbastanza spesso anche dal promotore finanziario (35,33%).

Il consulente di una filiale bancaria, dunque, è quello che riporta i dati che più si discostano da quelli degli altri tipi di consulente, ma in generale, si può affermare, che vista la dissonanza tra i valori riportati nella Tabella 4.23, ogni tipologia di consulente dimostra di interfacciarsi al cliente in modo diverso.

Quanto appena visto, invece, si verifica solo parzialmente per *la decima domanda*, la quale dimostra che le varie tipologie di consulente non utilizzano sempre allo stesso modo gli strumenti di comunicazione per interfacciarsi con il cliente. Infatti, nella Tabella 4.24, che riporta i valori rappresentanti la frequenza (da 1-più utilizzato a 9-meno utilizzato) di utilizzo degli strumenti di comunicazione, si vede che alcuni di questi riportano valori diversi tra loro, mentre altri riportano valori simili.

In tal caso, perciò, si riscontra solo per alcuni elementi (il blog, la mail, il telefono, twitter e gli sms) un'analogia nel modo di interfacciarsi al cliente per le varie categorie di consulente, mentre per gli altri strumenti (newsletter, whatsapp, sito web personale e skype) si notano ordini di utilizzo diversi.

TABELLA 4.24: RISULTATI DELLA DOMANDA 10 PER TIPOLOGIA DI CONSULENTE

Tipologia di consulente	Blog	E-mail	Newsletter	Telefonate	Whatsapp	Sito web personale	Skype	Twitter	sms
Consulente indipendente	6,75	2,33	5,2	1,67	3	6,25	4,6	6,5	3,25
Consulente di una filiale bancaria	8	2	5	1	4	7	9	6	3
Promotore finanziario	6,5	1,86	6	1,69	3,14	7,5	3	5	3
Private banker	7,33	2,29	3	2,43	2,8	4,75	7	5,67	4,83

Anche secondo quest'ultime due domande (oltre a quelle sul tema della fiducia) emergono delle diversità tra le varie tipologie di consulente, a maggior ragione, quindi, sarebbe opportuno capire se tali differenze sono riscontrabili anche su campioni più grandi di intervistati per poter, così, comprenderne le cause.

#### 4.11 CONCLUSIONI DEL QUESTIONARIO

L'analisi affrontata in questo capitolo si è occupata di descrivere la fase di costruzione del questionario e di analizzare i primi risultati raccolti attraverso un piccolo campione di consulenti intervistati.

In questa prima parte introduttiva del progetto, volto a indagare gli aspetti del rapporto di fiducia tra consulente e investitore, sono state esaminate le domande rivolte ai consulenti intervistati, attraverso dei collegamenti teorici con i relativi temi affrontati dalla letteratura<sup>118</sup>. E' stato, così, possibile verificare, se quanto ipotizzato nella teoria, si riproduce anche nella pratica (secondo il campione osservato).

Ad esempio, l'avversione al rischio presupposta dalla teoria del prospetto è stata confermata dalle risposte alle domande 16 e 17, così la tendenza degli individui ad essere soggetti all'*overconfidence* è stata dimostrata dalle domande 14 e 15.

<sup>118</sup> riportati nei primi tre capitoli della tesi.

Nella gran parte dei casi, le ipotesi formulate dalla letteratura e quelle formulate in base all'esperienza<sup>119</sup>, sono state confermate. Un'eccezione è stata riscontrata nella sezione della trasferibilità della fiducia, nella domanda 6, che richiedeva di disporre in ordine i fattori che avrebbero spinto l'investitore a seguire il consulente nel caso di un suo trasferimento. Infatti, secondo la teoria, l'avversione alle perdite degli individui è maggiore rispetto alla propensione ai guadagni, quindi ci si sarebbe aspettato un ordine superiore per l'aspetto "entità delle perdite subite" rispetto all' "entità dei guadagni conseguiti", cosa che invece non si è verificata.

La somministrazione del questionario ai consulenti finanziari, ha permesso, poi, sia di raccogliere le prime informazioni sulle percezioni di fiducia tra consulente e investitore, sia di apportare al questionario le opportune verifiche, viste le complicazioni che si sono riscontrate durante la compilazione.

Quanto è emerso dalle risposte date dai consulenti sulla fiducia, nel rapporto tra consulente e investitore, è la conferma della sua importanza, sia per il consulente che per l'investitore (secondo quanto crede il consulente). Si è riscontrato, poi, che i consulenti intervistati tendono a considerare la loro rete di appartenenza degna di fiducia, e che quest'ultima gode di una maggiore fedeltà, rispetto al consulente, nel caso di un trasferimento di quest'ultimo verso un'altra rete.

Quanto si è rilevato, invece, nell'analisi sulla fiducia per tipologia di consulente intervistato, è una minore propensione alla fiducia da parte dei consulenti indipendenti, rispetto al campione generico. In particolare, i consulenti indipendenti dimostrano una minore fiducia particolaristica e una minore fiducia verso la banca/rete di appartenenza e, credono in una maggiore trasferibilità di fiducia tra cliente e banca/rete e in una minore trasferibilità di fiducia tra consulente e cliente, al contrario di quanto riportato per i *private banker*.

Sono state inoltre modificate alcune domande, grazie al confronto diretto con gli intervistati, che durante la compilazione, tramite ipad, hanno potuto esprimere i loro dubbi.

Innanzitutto, sono state eliminate la seconda e la terza domanda per la scarsa significatività dei risultati ottenuti, in quanto l'obiettivo di queste domande era quello di individuare la variabilità tra le due percezioni di fiducia (per il consulente e per l'investitore), che si è rivelata quasi nulla. L'unico aspetto che è emerso da queste due

---

<sup>119</sup> come si è visto per gli strumenti di comunicazione, nella domanda 10, dove quelli più usati, in base alla nostra esperienza, sono quelli più tradizionali, come le telefonate e le mail.

domande è stata la conferma dell'importanza della fiducia nel rapporto consulente-investitore, come studiato dalla letteratura.

Il testo delle domande 8 e 9, inoltre, è stato semplificato per favorire una migliore comprensione, e sono state modificate anche le strutture della domanda 4 e della domanda 10.

La quarta domanda, che richiedeva di ordinare alcuni aspetti della relazione, è stata riorganizzata in modo da migliorare l'esperienza di compilazione, mentre la decima domanda, sugli argomenti di conversazione tra cliente e consulente nel tempo, è stata suddivisa in tre domande in base al periodo (prima, dopo e dopo un anno dalla sottoscrizione), per facilitare sempre la comprensione e la compilazione.

Inoltre nell'analisi delle singole domande sono stati dati alcuni spunti per ulteriori approfondimenti, che sarebbe opportuno verificare su un campione più grande di consulenti intervistati. Ad esempio nella domanda 13 sarebbe interessante capire se il consulente, oltre a partecipare alle attività sociali, rivela all'investitore tale partecipazione per rendersi più affidabile agli occhi di quest'ultimo. Nella futura somministrazione del questionario ai clienti, invece, sarebbe interessante capire in che modo le caratteristiche del consulente finanziario (analizzate nella settima sezione) influenzino la percezione di fiducia nel rapporto consulente-investitore.

Infine, un altro aspetto interessante da riesaminare attraverso campioni più numerosi di consulenti è la diversità tra le varie tipologie di consulente finanziario nel modo di interfacciarsi con il cliente (come è emerso per il luogo di incontro e gli strumenti usati per comunicare con il cliente).

---

## CONCLUSIONE

Il presente elaborato si è occupato di studiare il tema della fiducia in ambito finanziario, analizzando le dinamiche del rapporto di fiducia tra consulente e investitore.

I primi tre capitoli hanno introdotto l'argomento in modo teorico: descrivendo le caratteristiche della consulenza finanziaria, per comprenderne le cause, le caratteristiche e la trasferibilità della fiducia nel rapporto consulente-investitore e delineando i temi della *behavioural finance*, per individuare i limiti cognitivi degli investitori, che hanno bisogno di affidarsi a una figura professionale, per una gestione migliore dei loro risparmi.

Secondo quanto è stato riportato dall'analisi teorica del tema, tra le caratteristiche della fiducia nel rapporto consulente-investitore, è stato esaminato l'impatto della stessa nelle scelte d'investimento: i portafogli degli investitori, che si affidano ai consulenti finanziari, offrono in media maggiori ritorni, sia in termini di rendimento atteso, che in termini di sicurezza, presentando un rischio minore, più basse probabilità di perdita, e una diversificazione maggiore (Shapira e Venezia, 2001).

D'altra parte, però, l'affidamento dei propri risparmi ai consulenti comporta dei costi di commissione per gli investitori. Tali costi potrebbero dare origine a problemi di agenzia tra consulenti e clienti, per il conflitto d'interesse a cui sono soggetti i promotori: da un lato, hanno bisogno di vendere i prodotti finanziari per assicurarsi il pagamento della provvigione sul prodotto finanziario venduto (da parte dell'ente di appartenenza) e dall'altro, devono consigliare ai clienti solo soluzioni che siano in linea con i loro bisogni.

Il problema del conflitto di interessi tra consulente e investitore ha determinato una nuova figura di consulente indipendente, introdotta dalla Direttiva 2004/39/C, MiFID, che è svincolata da questo tipo di problema, in quanto non lavora per nessun ente bancario ed è remunerato solo dal cliente. Questo tipo di consulenza è ancora poco diffusa, infatti solo il 2% delle famiglie italiane, secondo i dati della Relazione della Consob sulla tutela dell'investitore (2014), si rivolge ai consulenti indipendenti.

Tra le cause del rapporto di fiducia tra consulente finanziario e investitore, ce n'è una in particolare, che è stata oggetto di numerosi studi in materia finanziaria, ovvero

l'alfabetizzazione finanziaria. Tra i motivi che possono spingere l'investitore a riporre fiducia nella figura del consulente, può sussistere la necessità di colmare le proprie lacune in termini di conoscenze finanziarie.

Da una parte, ci si aspetta che un soggetto meno alfabetizzato finanziariamente tenda a ricorrere all'aiuto del consulente, dall'altra, però, anche un soggetto molto alfabetizzato può richiedere, in ogni caso, i pareri di un consulente, in particolar modo se: presenta un basso grado di *overconfidence* (Kruger e Dunning 1999), ha un costo opportunità del tempo elevato (Hacketal et al. 2012), crede che i consigli del consulente siano migliori (Bucher-Koenen 2011), vede la consulenza come un'informazione complementare (Calcagno e Monticone, 2014) o ancora se è un soggetto poco paziente (Frederick, 2005).

I soggetti più alfabetizzati, inoltre, tendono a non voler l'aiuto di un consulente soprattutto quando, in quest'ultimo, percepiscono un conflitto d'interessi (Hacketal, Inderst e Meyer 2011), quando sentono di aver migliori capacità di apprendimento (Korniotis e Kumar 2013) o quando sono caratterizzati da una minore aversità al rischio (Frederick, 2005).

Dunque, si è riscontrato che una maggior fiducia nei consulenti d'investimento e una maggior cultura finanziaria aumentano la probabilità di detenere attività rischiose. Così come, la fiducia nei consulenti aumenta la propensione a seguire le loro raccomandazioni e l'alfabetizzazione finanziaria aiuta gli investitori a riconoscere le fonti di investimento non professionali e a ridurre la probabilità di affidarsi alla consulenza.

Oltre all'alfabetizzazione ci sono altre cause legate al rapporto di fiducia tra consulente e investitore, in particolare, si è rilevato: che un'istruzione superiore comporta una propensione al rischio e un livello di fiducia maggiore; che la ricchezza è positivamente correlata con l'alfabetizzazione finanziaria; che l'avversione al rischio spinge gli individui a delegare le scelte di investimento ai consulenti; e che la fiducia nei consulenti e la mancanza di fiducia in se stessi propende per la delegazione dei risparmi<sup>120</sup>.

Un altro aspetto caratterizzante il rapporto di fiducia tra investitore e consulente è la trasferibilità della fiducia, che influenza l'investitore nelle scelte riguardanti: l'ente finanziario al quale rivolgersi, la figura professionale alla quale appoggiarsi e il legame che si può creare tra investitore e consulente.

---

<sup>120</sup> Chiara Monticone (2010), Financial Literacy, Trust and Financial Advice, Journal of finance

In riferimento a questo aspetto è stato illustrato come l'investitore, nelle scelte di investimento, sia influenzato anche dalla fiducia trasmessa dalle istituzioni finanziarie alle quali si rivolge, e non solo dalla fiducia che gli trasmette il consulente finanziario. Infatti, secondo quanto riportato dai dati inerenti gli investimenti delle famiglie italiane, proposti dalla Consob nella Relazione per l'anno 2014, si evince che, tra le motivazioni alla base delle decisioni di investimento delle famiglie, ci sia anche la fiducia riposta nelle istituzioni finanziarie.

L'ultimo capitolo del presente elaborato si è occupato di analizzare i risultati di un questionario, che è stato sottoposto a un campione di consulenti finanziari, per avvalorare i temi studiati in via teorica nei capitoli precedenti. Tale questionario è nato all'interno di un progetto di ricerca promosso dal CERME (Centro di Economia Sperimentale) dell'Università Cà Foscari di Venezia, in collaborazione con Swiss&Global Asset Management, con il fine di individuare gli aspetti caratteristici del processo di fiducia tra investitore e consulente finanziario.

La presentazione del questionario è stata incentrata sulla fase di costruzione delle sue domande per spiegarne le motivazioni alla base, e sull'analisi delle relative risposte date da un piccolo campione di 34 consulenti. Il presente elaborato riguarda, dunque, la parte introduttiva del progetto volto a indagare gli aspetti del rapporto di fiducia tra consulente e investitore. Questa prima analisi servirà per migliorare il questionario in modo da poterlo sottoporre, innanzitutto, a un campione più grande di consulenti, e poi anche agli investitori.

Questi studi sono serviti anche a verificare se quanto ipotizzato teoricamente sul tema della fiducia in ambito finanziario, è stato confermato dalle risposte date dal piccolo campione di intervistati. Si è riscontrato che, nella gran parte dei casi, le ipotesi formulate dalla letteratura e quelle formulate dall'esperienza, sono state confermate, al di fuori di qualche piccola eccezione.

Ad esempio sono state confermate: la tendenza degli individui ad essere soggetti all'*overconfidence*, l'importanza della fiducia secondo il consulente e l'investitore, la tendenza a fidarsi maggiormente dei gruppi come la famiglia e gli amici/conoscenti, piuttosto che persone con cui non si ha una particolare confidenza, come la gente che si incontra per la prima volta, e ancora è stata dimostrata la rilevanza delle competenze relazionali e ancor più l'importanza delle competenze tecniche del consulente, per trasmettere fiducia all'investitore. Non è stata confermata, invece, la maggior avversione



alle perdite degli individui rispetto ai guadagni, probabilmente a causa del campione ridotto di consulenti intervistati.

Sono state, inoltre, modificate alcune domande del questionario, per semplificarne la comprensione, e una domanda è stata eliminata per la poca significatività delle sue risposte.

Nell'analisi delle singole domande, infine, sono stati dati alcuni spunti per ulteriori approfondimenti, che sarebbe opportuno verificare su un campione più grande di consulenti intervistati, o nel questionario che verrà sottoposto ai clienti/investitori.

Ad esempio, sarebbe opportuno verificare come la partecipazione alle attività sociali del consulente, influenzi la fiducia riposta nei suoi confronti, da parte del cliente/investitore.

La fiducia nel rapporto investitore-consulente è, dunque, un tema rilevante per l'attività della consulenza finanziaria e risulta essere meritevole di ulteriori approfondimenti, visti i vari spunti derivanti dall'analisi empirica proposta in questo elaborato.

## IL QUESTIONARIO PER IL CONSULENTE

Q8 Benvenuto/a e grazie per la partecipazione a questo questionario, parte di un progetto di ricerca promosso dal CERME (Centro di Economia Sperimentale) dell'Università Ca' Foscari Venezia, in collaborazione con Swiss&Global Asset Management. Tutte le informazioni raccolte in questo progetto saranno gestite in maniera completamente anonima e che non sarà in alcun modo possibile risalire alla tua identità. Ti invitiamo a rispondere in modo più sincero possibile e ti ricordiamo che la tua partecipazione è fondamentale per la buona riuscita di questo progetto. Ulteriori informazioni su questo progetto sono disponibili su richiesta all'indirizzo [cruciani@unive.it](mailto:cruciani@unive.it)

### DOMANDA 1

Q1 1. Potresti dirmi se ti fidi delle persone appartenenti a ciascuno di questi gruppi completamente, abbastanza, poco o per nulla?

	Per nulla (1)	Poco (2)	Abbastanza (3)	Completamente (4)
Famiglia (1)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Vicini (2)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Conoscenti (3)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Gente che incontra per la prima volta (4)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Persone di un'altra religione (5)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Persone di un'altra nazione (6)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

### DOMANDA 2

Q2 2. Quanto pensi che conti la fiducia nel rapporto con i tuoi clienti?

	Poco 1 (1)	2 (2)	3 (4)	4 (5)	5 (6)	6 (7)	Molto 7 (8)
(1)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

### DOMANDA 3

Q3 3. Quanto pensi che i tuoi clienti pensano che conti la fiducia nel rapporto che hai con loro?

- Molto (1)
- Abbastanza (2)
- Poco (3)
- Per nulla (4)

**DOMANDA 4**

Q5 4. La tabella che segue presenta alcune affermazioni relative al tuo rapporto con la tua rete/banca. Nel rispondere a queste domande, ti preghiamo di fare riferimento esclusivamente al rapporto di mandato con la tua rete/banca. Indica la tua valutazione per ciascuna di queste affermazioni usando una scala da 1 a 7, dove 1 indica che non sei per niente d'accordo e 7 che lo sei completamente.

	1 (1)	2 (2)	3 (3)	4 (4)	5 (5)	6 (6)	7 (7)
La mia banca/rete è sempre stata corretta nel definire le condizioni del mio mandato. (1)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Se ne avesse l'opportunità, la mia banca/rete potrebbe approfittare del nostro rapporto a mie spese. (2)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Data la passata esperienza, esito ad accettare tutto quello che la mia banca/rete mi propone. (3)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
La mia banca/rete è degna di fiducia. (4)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Se non ci sono chiari accordi commerciali, esito ad accettare tutto quello che la mia banca/rete mi propone. (5)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

#### DOMANDA 5

Q6 5. Quale percentuale dei tuoi clienti stimi che resterebbe con la tua banca/rete attuale se tu cambiassi banca/rete?

#### DOMANDA 6

Q7 6. Dalla lista seguente ordina dal più al meno importante, trascinandoli dalla colonna di sinistra al riquadro a destra, gli aspetti che renderebbero più probabile che un cliente ti segua in caso di un trasferimento ad altre rete/banca.

Ranking	
_____	Durata della relazione. (1)
_____	Entità dei guadagni conseguiti. (2)
_____	Dimensione del portafoglio gestito. (3)
_____	Informalità della relazione. (4)
_____	La mia età professionale. (5)
_____	Entità delle perdite subite. (6)
_____	Maggiori prodotti offerti alla clientela. (7)
_____	Condizioni economiche più vantaggiose per il cliente. (8)
_____	Reputazione della nuova banca. (9)

#### DOMANDA 7

Q9 7. Quanti incontri strutturati fai con i tuoi clienti in media in un anno (12 mesi)? Dove per "incontri strutturati" si intendono incontri della durata di circa un'ora e mezza. Per favore, indica il numero in cifre.

#### DOMANDA 8

Q10 8. Metti in ordine dal più importante al meno importante gli elementi che caratterizzano la tua relazione con i clienti, trascinandoli dall'elenco di sinistra al riquadro di destra.

Ranking	
_____	Velocità di risposta. (1)
_____	Chiarezza della risposta. (2)
_____	Coerenza delle risposte date a diversi clienti. (3)
_____	Coerenza nelle indicazioni di investimento fornite ai clienti nel tempo. (4)
_____	Chiarezza della rendicontazione. (5)
_____	Informalità della relazione- possibilità di parlare non solo di investimenti. (6)
_____	Formalità della relazione - centrata su argomenti tecnici. (7)
_____	Flessibilità nel comunicare (orari, luoghi, mezzi). (8)
_____	Lunghezza della relazione col cliente. (9)
_____	Possibilità di discutere di altri temi relativi al patrimonio dei clienti. (10)
_____	Frequenza degli incontri. (11)

### DOMANDA 9

Q11 9. Di seguito troverai una lista di possibili luoghi di incontro con i tuoi clienti. Per favore indica per ciascuna di essi quanto tempo in percentuale li utilizzi (pensando alla totalità dei tuoi clienti).

- \_\_\_\_\_ Ufficio della banca (1)
- \_\_\_\_\_ Ufficio proprio (2)
- \_\_\_\_\_ Altro luogo pubblico (3)
- \_\_\_\_\_ Domicilio del cliente (4)

### DOMANDA 10

Q13 10. Metti in ordine dal più al meno importante gli strumenti di comunicazione che utilizzi per comunicare e /o aggiornare i tuoi clienti. Lascia pure nella colonna di sinistra gli strumenti che non usi.

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

### DOMANDA 11

Q14 11. Metti in ordine dal più al meno importante gli strumenti di comunicazione che usi durante i colloqui con i tuoi clienti. Lascia pure nella colonna di sinistra quelli che non usi.

Ranking	
_____	Materiale cartaceo fornito dalla banca. (1)
_____	Materiale cartaceo preparato da te in precedenza. (2)
_____	Internet. (3)
_____	Articoli di giornali o riviste. (4)
_____	Appunti e note scritti a mano durante il colloquio. (5)

## DOMANDA 12

Q15 12. Vorremmo ora porti alcune domande relative a come evolve il tuo rapporto con i clienti dalla fase di conoscenza iniziale al consolidamento. Ti chiediamo di focalizzare l'attenzione su tre momenti: prima che il contratto sia sottoscritto, dopo la sottoscrizione e dopo un anno dall'inizio del rapporto. Per favore, seleziona i tre argomenti di conversazione più frequenti per ciascuno dei momenti sopra indicati.

	Prima della sottoscrizione (1)	Dopo la sottoscrizione (2)	Incontri dopo un anno dall'inizio del rapporto (3)
La rete a cui appartieni. (1)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
La tua esperienza in quella rete. (2)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
La tua esperienza professionale in generale. (3)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Investimenti e prodotti. (4)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Famiglia, salute e tempo libero. (5)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Altre questioni finanziarie (investimenti con altri intermediari, mutui, consigli finanziari). (6)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Cultura generale, sport. (7)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

## DOMANDA 13

Q26 13. Hai mai preso parte a qualcuna delle seguenti attività? Sono possibili più risposte.

- Organizzazioni di volontariato. (1)
- Iniziative di aggiornamento diverse da quelle proposte dalla tua banca/rete. (2)
- Organizzazioni sportive, sociali o di altro genere. (3)
- Organizzazioni politiche o civiche. (4)
- Donazioni di sangue. (6)
- Nessuna delle precedenti. (5)

## DOMANDA 14

Q27 Troverai di seguito alcune domande di cultura generale. Ti chiediamo di rispondere in modo spontaneo ad ognuna delle domande dando un valore minimo e uno massimo entro cui ritieni che stia la risposta corretta, con un intervallo di confidenza dell'80%. L'intervallo che sceglierai può essere ampio quanto vorrai. Per "intervallo di confidenza dell'80%" si intende un intervallo di valori entro il quale si ritiene che si collochi la risposta corretta con un margine di errore del 20%. Un intervallo del 100%, vedrebbe con certezza la risposta corretta nell'intervallo indicato.

**14/A)** Q28 14. Età di Martin Luther King quando è morto.

- Minimo (1)
- Massimo (2)

**14/B)** Q33 15. Numero degli Stati membri delle Nazioni Unite.

- Minimo (1)
- Massimo (2)

**14/C)** Q34 16. Anno di nascita di Wolfgang Amadeus Mozart.

- Minimo (1)
- Massimo (2)

**14/D)** Q36 17. Distanza aerea da Roma a Parigi (in Km).

- Minimo (1)
- Massimo (2)

**14/E)** Q37 18. Numero totale dei giocatori in campo durante una partita di hockey su ghiaccio.

- Minimo (1)
- Massimo (2)

#### **DOMANDA 15**

Q38 19. A quante domande pensi di aver risposto correttamente (la risposta giusta si trova esattamente nell'intervallo da te fornito)?

- 1 (1)
- 2 (2)
- 3 (3)
- 4 (4)
- 5 (5)

#### **DOMANDA 16**

Q40 20. Hai l'opportunità di acquistare un titolo con il quale puoi guadagnare 10.000 € o, con uguale probabilità, perdere tutto il capitale impegnato. Quanto sei disposto a pagare al massimo per acquistare questo titolo?

- Meno di 5,000€ (1)
- Esattamente 5,000€ (2)
- Più di 5,000€ (3)

### DOMANDA 17

Q41 21. Immagina di avere appena vinto un premio alla lotteria; scegli una modalità di ritiro del tuo premio.

- 1000€ oggi (1)
- 1250€ tra un anno (2)

Q16 Prima di concludere questo sondaggio, vorremmo porti alcune domande di natura socio-demografica che ci serviranno per caratterizzare ulteriormente i dati raccolti. Ti ricordiamo di nuovo che il questionario è perfettamente anonimo e che non sarà possibile risalire alla tua identità dalle risposte alle nostre domande.

### DOMANDA 18

Q21 22. Questa domanda riguarda le caratteristiche dei tuoi clienti. Indica per favore la percentuale delle diverse tipologie di clienti elencate qui sotto nel tuo parco clienti.

- \_\_\_\_\_ Grandi investitori (1)
- \_\_\_\_\_ Medi investitori (2)
- \_\_\_\_\_ Piccoli risparmiatori (3)

### DOMANDA 19

Q22 23. Indica per favore a quale rete/organizzazione appartieni.

### DOMANDA 20

Q23 24. Indica per favore il totale del portafoglio che gestisci.

### DOMANDA 21

Q24 25. Indica il contesto in cui svolgi principalmente la tua attività professionale.

- Piccolo centro. (1)
- Città metropolitana. (2)
- Altro (specificare): (3) \_\_\_\_\_

### DOMANDA 22

Q17 26. Indica il tuo sesso.

- Maschio (1)
- Femmina (2)



**DOMANDA 23**

Q18 27. Indica la tua età (in cifre).

**DOMANDA 24**

Q19 28. Indica il titolo di studio che possiedi.

- Licenza media o inferiore (1)
- Licenza superiore (2)
- Laurea (3)
- Master o altra formazione avanzata (4)
- Dottorato di ricerca (5)

**DOMANDA 25**

Q20 29. Indica la fascia corrispondente al numero di clienti che hai attualmente.

- Da 15 a 30 clienti (1)
- Da 31 a 50 clienti (2)
- Da 51 a 75 clienti (3)
- Da 76 a 100 clienti (4)
- Più di 100 clienti (5)

---

## BIBLIOGRAFIA

.Ajzen, I. (1988). "Attitudes, Personality, and Behavior". Chicago: Dorsey Press.

Akbar Zaheer, Bill McEvily, Vincenzo Perrone (1998), "Does trust metter? Exploring the effects of interorganizational and interpersonal trust on performance", *Organization Science*, 2, n 2, 141-159.

Andrea Greco (30 dicembre 2014). "Record di investimenti in tecnologia e finanza: il futuro è dei consulenti robot", *Rivista di Economia & Finanza*.

Barber, Brad M. and Terrance Odean (2000). "Trading Is Hazardous To Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors", *Journal of Finance*, 55, 773-806.

Berg, J., Dickhaut, J., McCabe, K.. (1995). "Trust, reciprocity and social history. *Games and Economic Behavior*", 10, 122-142.

Bernheim D.D. (1998), *Financial Illiteracy, Education, and Retirement Saving*, in O.S. Mitchell e S.J. Schieber (a cura di), *Living with Defined Contribution Pensions*, The Pension Research Council, Wharton School Pension Research Council, University of Pennsylvania, 38-68.

Bucher-Koenen T., Koenen J. (2011), *Do Smarter Consumers Get Better Advice*, Working Paper, <http://www.carloalberto.org/assets/events/2012-cerp-conference/bucherkoenenpaper.pdf>. Calcagno R., Monticone C.

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

Campbell, D. T. (1958). "Common fate, similarity, and other indices of the status of aggregates of person as social entities", *Behavioural Science*, 3, 14–25.

Campbell, John Y. and Viceira, Luis M. (2003). "Strategic Asset Allocation - Portfolio Choice for Long-Term Investors", New York: Oxford University Press.

Caterina Cruciani, Gloria Gardenal, Anna Moretti (2015). "Fiducia e competenze finanziarie: un'analisi sperimentale", *Banca Impresa e Società*, n.1, 113-130.

Cleotilde Gonzalez a, Jason Dana, Hideya Koshino e Marcel Just (2005). "The framing effect and risky decisions: Examining cognitive functions with fMRI", *Journal of Economic Psychology*, 26, 1–20.

DeLamater, J. (1974). "A definition of “group”", *Small Group Behavior*, 5, 30–44.

Doney Patricia M. and Joseph P. Cannon (1997). "An Examination of the nature of Trust in Buyer-Seller Relationships", *Journal of Marketing*, 61, 31-51.

Fischer Black (1985). "Noise, Efficient Market Hypothesis", *Journal of Finance*, 41, 1529-543.

Fisman, R., T. Khanna (1999). "Is trust a historical residue? Information flows and trust levels", *J. Econom. Behavior and Organ.* 38 79– 92.

Frederick S. (2005), *Cognitive Reflection and Decision Making*, in «*Journal of Economic Perspectives*», n. 19, 25-42.

Fukuyama F. (1995), "Trust", (New York: Free Press).

Gadda Pieremilio (23 Marzo 2015). "Consulenza: La guerra dei robot, costi bassi e ricette razionali", *Corriere della Sera*.

Glaeser, Edward, David Laibson, Jose Scheinkman, and Christine Soutter (2000), "Measuring trust", *Journal of Economics*, 115, 811-846.

Griffin D., Tversky A. (1992), "The Weighing of Evidence and the Determinants of Confidence, In *Cognitive Psychology*, 24, 411-435.

Grinblatt, Mark and Matti Keloharju (2001). "What Makes Investors Trade?", *Journal of Finance*, 56, 589-616.

Guiso L., Jappelli T. (2001), "Household Portfolios in Italy", in L. Guiso, M. Haliassos e T. Jappelli (a cura di), *House-Hold Portfolios*, Cambridge, MA, MIT Press, 251-289.

Guiso L., Sapienza P., and Zingales (2008). "Trusting the Stock Market", *The Journal of Finance*, XIII, 2557-2600.

Guiso L. - Sapienza P. - Zingales L. (2004), *The Role of Social Capital in Financial Development*, in «*American Economic Review*», n. 94, pp. 526-556.

Guiso, Luigi and Tullio Jappelli (2006). "Information Acquisition and Portfolio Performance", CSEF Working Paper No. 167.

Hackethal A. - Inderst R. - Meyer S. (2011), "Trading on Advice", Working Paper.

Hackethal A., Haliassos M., Jappelli T. (2012), "Financial Advisors: A Case of Babysitters?", in *Journal of Banking & Finance*, 36 n. 2, 509-524.

Henslin, J. M. (1968). "Trust and the cab driver. M. Truzzi, ed". *Sociology and Everyday Life*. Prentice Hall, Englewood Cliffs, NJ, 138–158.

Herbert A. Simon (1957). "Rational Choice and the Structure of the Environment". *Psychological Review*", 63, 261-273.

Homans, G. C. (1950). "The Human Group", Harcourt, Brace, New York.  
<http://www.sde.unito.it/downloads/archive/idworkshop2010/monticone.pdf>.

John von Neumann, Oskar Morgenstern (1944). "Theory of Games and Economic Behavior", Princeton University Press.

Katherine J. Stewart (2003), "Trust Transfer on the World Wide Web", *Organization Science*, 14, 5-17.

Keith Cuthbertson e Dirk Nitzsche (2005). "Economia finanziaria quantitativa", Il Mulino, Bologna.

Knack S. and P. Keefer (1997). "Does Social Capital Have an Economy Payoff? A Cross-Country Investigation", *Quarterly Journal of Economics*, 1251-1288.

Korniotis G.M., Kumar A. (2013), "Do Portfolio Distortions Reflect Superior Information or Psychological Biases?", in «*Journal of Financial and Quantitative Analysis*», 48, n. 1, 1-45.

Kruger, J., Dunning D. (1999), Unskilled and Unaware of It: How Difficulties in Recognizing One's Own Incompetence Lead to Inflated Selfassessments, in «*Journal of Personality and Social Psychology*», 77, n. 6, 1121-1134.

La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (1997). "Trust in Large Organizations", *American Economic Review Papers and Proceedings*, 333-338.

Lickel, B., D. L. Hamilton, G. Wieczorkowska, A. Lewis, S. J. Sherman, A. N. Uhles. (2000). "Varieties of groups and the perception of group entitativity". *J. Personality and Soc. Psych*, 78, 223–246.

Lopes L. (1987). "Between Hope and Fear: The Psychology of Risk, in *Advances in Experimental Social Psychology*, 20, 255-295.

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

Lusardi A., Van Rooij M., Alessie R. (2011), "Financial Literacy and Stock Market Participation", in «*Journal of Financial Economics*», 102 n. 2, 449-472.

Lusardi, Annamaria and Olivia S. Mitchell (2007). "Baby Boomer Retirement Security: The Roles of Planning, Financial Literacy, and Housing Wealth", *Journal of Monetary Economics*, 54, 205-24.

Lynne Pepall, Dan Richards, George Norman (2008), "Industrial Organization, Contemporary Theory and Empirical Applications", Blackwell Publishing LTD, Oxford.

Matthew Rabin (1998). "Psychology and Economics". *Journal of Economic Literature*, 36,11-46.

McKnight, D. H., L. L. Cummings, N. L. Chervany (1998). "Initial trust formation in new organizational relationships". *Acad. Management Rev*, 23, 473–490.

Michael M. Pompian (2011). "Behavioral Finance and Wealth Management", Jhon Wiley and Sons Editore.

Milliman, R.E. , Fugate D.L. (1988). "Using trust-transference as a persuasion technique: An empirical field investigation", *Journal of Personal Selling and Sales Management*, 8, 1-7.

Monticone C. (2010), "Financial Literacy, Trust and Financial Advice", Working Paper, Netspar Discussion Paper n. 04/2009-015, Netspar.

Niessen, Alexandra and Stefan Ruenzi (2008). "Sex Matters: Gender and Mutual Funds", mimeo.

Pasini G., Georgarakos D. (2009), "Trust, Sociability and Stock Market Participation",

Paul Slovic (1987). "Perception of Risk", *Science New Series*, 236, 280-285.

Pelligra, V. (2010). "Trust responsiveness. On the dynamics of fiduciary interactions", *The Journal of Socio-Economics*, 39, 653-660.

Pettit Philip (1995). "The Virtual Reality of Homo Economicus", 78, 308.

Putnam R. (1993), "Making Democracy Work: Civic Traditions in Modern Italy", Princeton, NJ: Princeton University Press.

Rigoni Ugo (2006). "Finanza comportamentale e gestione del risparmio". Giappichelli, Torino.

Rumiati R. (1990). "Giudizio e decisione", Il Mulino, Bologna.

Santi Furnari (2014), "Interstitial spaces: microinteraction settings and the genesis of new practices between institutional fields", *Academy of Management Review*, Vol 39, n 4, pp 439-462.

Shapira, Zur and Itzhak Venezia (2001). "Patterns of Behavior of Professionally Managed and Independent Investors", *Journal of Banking and Finance*, 25, 1573-1587.

Shiller R.J (2000), "Euforia irrazionale. Analisi dei boom di borsa", Il Mulino, Bologna. SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1701777>.

Statman M. (2002). "Financial Physicians, in AIMR's Investment Counseling for Private Clients IV", 4, 5-11.

Stefano M. Masullo (1997), "Marketing e Vendita nei servizi", FAG, Milano.

Stefano M.Masullo, Massimiliano Romano (2002), *Il consulente di investimento*, FAG, Milano.

Stein, Jeremy C. (1996). "Rational capital budgeting in an irrational world", *Journal of Business* 69, 429-455.

Strub, P.J, Priest T.B. (1976). "Two Patterns of Establishing Trust: The Marijuana User", *Sociological Focus*, 399-411.

Thaler L.G. (1985). "Mental Accounting and Consumer Choice", in *Marketing Science*, 4, 199-214.

Tversky A., Kahneman D. (1974). "Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases", in *Science*, 185, 1124-1131.

Tversky A., Kahneman D. (1981). "The Framing of Decisions and Rationality of Choice", in *Science*, 211, 453-458.

Tversky A., Kahneman D.E. (1979). "Prospect theory: an analysis of decision under risk", *Econometrica*, 47, 263-291.

Van Rooij M., Kool C., Prast H. (2007), "Risk-Return Preferences in the Pension Domain: Are People Able to Choose?", in *Journal of Public Economics*, n. 91, 701-722.

Vissing-Jorgensen A. (2004), *Perspectives on Behavioral Finance: "Does Irrationality Disappear with Wealth? Evidence from Expectations and Actions"*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, NBER Macroeconomics Annual.

Von Neumann J., Morgenstern O. (1974). "Theory of games and economic behavior", 498-504.

Werner F.M. De Bondt, Richard Thaler (1985). "Does the stock market overreact?", *Journal of Finance*, 40, 793-805.

Wilder, D., A. F. Simon (1998). "Categorical and dynamic groups: Implications for social perception and intergroup behavior". C. Sedikides, J. Schopler, and C. A. Insko, eds. *Intergroup Cognition and Intergroup Behavior*. Lawrence Erlbaum Associates, Mahwah, NJ, 27-44.

Zaheer, A., McEvily, B., & Perrone, V. (1998). "Does Trust Matter? Exploring the Effects of Interorganizational and Interpersonal Trust on Performance". *Organization Science*, 9(2), 141-159.



Zucker, L. G. (1986). "Production of trust: Institutional sources of economic structure", 1840–1920. B. M. Staw and L. L. Cummings, eds. *Research in Organizational Behavior*. Sage Publications, Thousand Oaks, CA, 53–111.

---

## SITOGRAFIA

[www.professionefinanza.com](http://www.professionefinanza.com)

[www.wikipedia.it](http://www.wikipedia.it)

[www.normattiva.it](http://www.normattiva.it)

[www.treccani.it](http://www.treccani.it)

[www.consob.it](http://www.consob.it)

[www.istat.it](http://www.istat.it)